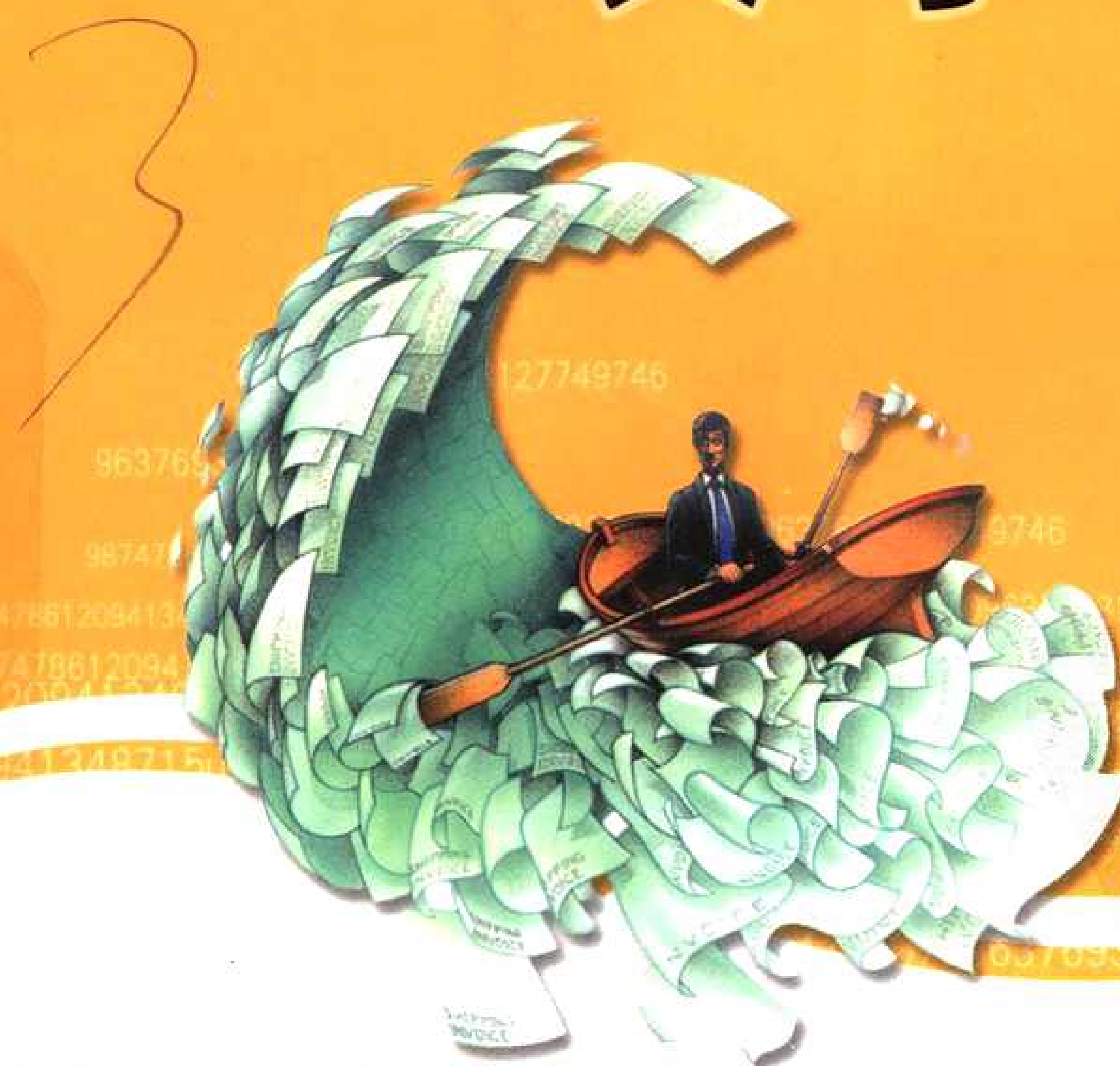
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

轻松解读通往财富之路的关键密码

财务报表

财报就像一本故事书

刘顺仁 著



◎ 提升竞争力，避踏“地雷股”
◎ 帮助企业管理者管好企业
◎ 帮助投资人买“好”股票
◎ 让你轻松避开财报陷阱

山西出版集团
山西人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

F275.2/164
2007

财报就像一本故事书



刘顺仁 著

山西出版集团
山西人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

财报就像一本故事书/刘顺仁著．—太原：山西人民出版社，2007.3

ISBN 978-7-203-05785-7

Ⅰ．财… Ⅱ．刘… Ⅲ．会计报表-通俗读物 Ⅳ.F231.5-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2007）第 031446 号

台湾时报出版公司独家授权，限在中国大陆地区出版发行。

版权合同登记号 图字：04-2007-005 号

财报就像一本故事书

著　　者：刘顺仁
责任编辑：武　静
特约编辑：魏　玲　王海娜　张庆丽
装帧设计：思想工社

出 版 者：山西出版集团·山西人民出版社
地　　址：太原市建设南路 21 号
邮　　编：030012
电　　话：0351-4922220（发行中心）
　　　　　0351-4956003（综合办）
E - mail：fxzx@sxskcb.com
　　　　　web@sxskcb.com
网　　址：www.sxskcb.con

经 销 者：山西出版集团·山西新华书店集团有限公司
承 印 者：北京京师印务有限公司

开　　本：787 mm×1092mm
印　　张：18.5
字　　数：250 千字
印　　数：15000 册
版　　次：2007 年 3 月
印　　次：2007 年 3 月

书　　号：ISBN 978-7-203-05785-7
定　　价：28.00 元

版权所有　侵权必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

读故事，看财报，了解企业竞争力

一般关于财务报表的书，涉及太多的会计专业术语，文字艰涩难懂，对学习财务报表有兴趣与需求的读者，往往会望而却步，提不起兴趣。《财报就像一本故事书》由台湾大学会计系刘顺仁教授所著，用写故事书的手法，为我们蜕去财报难懂的外衣，轻松进入财报的世界。

刘教授在书中借由邓丽君的歌曲《何日君再来》、李安导演的电影《卧虎藏龙》、奥运 110 米栏田径赛冠军刘翔的奋斗历程与战国时代的小故事等，将生活中的真切体验与故事中的简明道理巧妙融为一体，讲述财报的基本概念及数字背后的含义，让读者在阅读时就像读故事书般地轻松有趣。

本人在中国、美国等很多国家和地区从事会计师及管理顾问工作二十多年，发现这是一本结合财务及企业竞争力的好书，也是一本轻松易懂的故事书。无论您是企业经理人、投资人、学生或会计专业人士，这都是一本值得一读的好书。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、企业经理人

本书以沃尔玛、Kmart、戴尔、惠普、通用电气等国际大企业，及华硕电脑、台积电、五粮液集团、联想集团等海内外著名大公司为例，让读者了解如何透过解读公司的财务报表，不断地改进企业缺失，提升经营绩效，强化企业竞争力，在市场中脱颖而出；相对地，也通过对财务报表的分析，了解到许多知名企业被市场淘汰的原因。本书亦可作为协助经理人从生硬的数字中透视经营的精髓、了解公司的竞争力优劣的入门书。

二、投资人

了解财报数字背后的含义，对于投资人来说，更是迫切需要的。投资大师巴菲特主张，投资人应把自己当成经理人，深入了解企业创造财富的活动。投资人可从财报解析企业竞争力，或从企业公布的财务数据发现其不合理之处，从而作出正确的投资决策。本书借国内实际案例剖析如何避开财务报表陷阱的九大贴士，更是对于投资人保护自己的利益提供了妙方。

三、商管学院的大学生或研究生

会计学是一门较不易亲近但对商管学院的学生却又十分重要的必修科目，有些学生因不了解它而排斥它，刘教授本人在大学时代也曾

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对会计学十分头痛，学习不得要领，故很能理解同学们的困扰。本书有严谨的框架、循序渐进的章节安排和有趣的故事引导，让学生掌握要领，轻松学习财报。

四、会计专业人士

本书以深入浅出的故事与简单明了的概念来描述专业深奥的道理，可以让不熟悉会计的企业经理人轻松了解财报数字的含义；会计师可透过简单易懂的财报概念与客户经理人建立相同的语言，加强双方的沟通，了解问题所在。企业经理人了解课责性的重要，也为会计师降低可能的审计风险。

《财报就像一本故事书》，深入了解会计数字背后的管理含义，刻画企业的兴衰，经理人写它，投资人读它，轻松解析四大报表的竞争力密码，绝对是一本值得您一读的好书。

颜漏有
德勤华永会计师事务所
中国北方区主管合伙人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自 序

读懂财务报表，创造丰厚财富

财报就像一本故事书，经理人写它，投资人读它。它吐露企业的竞争力，也刻画企业的兴衰。不论您的背景为何，本书请您以经理人及投资人双重的角度看待财务报表，唯有如此，您才能正确地评估企业的投资价值与可能风险。

2006 年 2 月 15 日，中国财政部宣布与国际会计制度接轨的重大政策，由原本 16 项具体会计准则，扩展到 1 项基本原则和 38 项会计准则，并规定从 2007 年 1 月 1 日起由中国上市公司开始优先适用。这项波涛壮澜的会计政策，不仅是宣示中国企业语言将要国际化，未来更将要求经理人及投资人，必须了解财务报表背后更深层的思考方法与价值观。

>> 这是中国人创造财富的黄金时代

大史学家司马迁在《史记·货殖列传》中对财富的创造提出一针

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

见血的论点："无财作力，少有斗智，既饶争时。"（没钱靠体力，钱少靠智力，钱多靠掌握时机。）改革开放后的中国，释放出大量的劳动力，迅速成为所谓的"世界工厂"，但凭借体力只能造就个人温饱，无法累积财富。2001年，美国著名学者柯林斯（Jim Collins）在畅销书《从优秀到卓越》中一再强调，在商业竞争中能"让对的人上车"，并且拥有"态度谦逊但专业坚持"的经理人，是使企业绩效起飞的最重要关键。2006年，世界最大的人力资源管理顾问公司万宝盛华（Manpower）在题为《中国人才的矛盾》(*The China Talent Parodox*)的研究报告中指出，尽管有13亿人口，但中国经济成长最大的阻力将是中、高阶经理人的缺乏。因此，"投资自己"，成为奇货可居的企业经理人，是"少有斗智"创造财富的好策略。但真正能创造巨大财富的是"既饶争时"，也就是追随金融市场对中国经济发展抱持高度评价的黄金时机，以创业家或投资人的角色创造千百倍的财富。而通往财富之路的关键密码，就是企业的财务报表。

>> 教您轻松读懂财务报表

执全球企管教育牛耳的哈佛商学院，坚信人才对组织的重要性，其使命即是"教育能对这个世界做出贡献的领导者"。身为教育工作者，我也分享哈佛这个"人才至上"的理念，深信企业竞争力主要来自经理人的品质。而投资人制胜之道，就是投资诚信又优秀的经理人。因此，如何通过会计课程提升经理人的竞争力和投资人的决策品质，一直是我在台湾大学EMBA课程教学努力的重点。如何由财务报表判断企业竞争力高低，帮助经理人管好公司、帮助投资人选对标的？本书便呈现了我初步的思考成果。

通过本书，我希望实现三个目标：

- **教企业、政府、非营利组织的经理人轻松看懂基本的财务报**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表，并帮助他们活用财务报表，增加组织竞争力，为个人与企业创造财富。

- 教投资人透过财务报表趋吉避凶，增加投资报酬率，降低投资风险。

- 作为高校相关专业师生和会计师事务所财务报表分析课程的教育材料。

许多台湾大学 EMBA 的同学并没有任何会计学背景，如何利用非技术性的语言、生动活泼的例子，引导同学亲近令大多数人“望之生畏”的财务报表，是我在会计教学中最大的挑战。本书希望重现我教授课程时轻松、互动的气氛，又能保持财务报表分析的精华。**而本书除了介绍编制财报的会计学基本原理外，也重视会计数字背后的管理含义，并讨论活用财务报表的方法，引导企业走向对的方向。**为了提升读者的管理视野，我以许多世界级企业的财务报表为例，说明它们相对的竞争优势及劣势。

>> 投资人应该了解企业竞争力

投资大师巴菲特（Warren Buffett）主张，投资人应把自己当成经理人，深入了解企业创造财富的活动。经理人是企业成功的关键因素，因此当本书讨论经理人的角色时，**投资人应思考其对投资决策的意义。简单地说，投资企业其实就是投资企业的经理人；而财报分析其实就是经理人的竞争能力分析。**

读完本书之后，我期待投资人能清楚地分辨，哪些企业经理人是在做“对”的事，可以增加企业的价值；哪些企业经理人是在做“错”的事，会降低或摧毁企业的价值。若能活用财务报表，借此分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辨企业竞争力的强弱，投资人不仅可避免误踏“地雷股”，对真正的好公司，更能产生长期持股的信心。

>> 本书架构

本书共分成三篇。第一篇是“心法篇”，包括第一章到第三章，以介绍财务报表背后的基本概念为主。第一章将企业财务资讯视为商业竞争活动的“密码”，这些密码将挑战经理人解码的智慧、诚信和勇气。第二章说明财务报表可以帮助经理人锻炼出担任企业领袖的五种核心能力。第三章则以仪表板为例，讨论如何从财务报表中吸收历史教训的精华，提升经理人的管理效能及投资人的决策品质。

第二篇是“招式篇”，包括第四章到第七章，依序说明企业的资产负债表、利润表、现金流量表、股东权益变动表等四大报表的基本概念，并进一步讨论它们在企业管理上的应用。想以最快速度了解这四大报表的读者，可直接阅读本书的第二篇。在介绍这四大财务报表时，我将以许多世界级企业及大中华区的企业为实例，说明如何活用财务比率分析，清楚地看出企业竞争力的强与弱。

第三篇是“进阶篇”，包括第八章到第十一章。第八章讨论资产品质与竞争力的关系，说明无形资产对企业经营的重要性。第九章讨论决定盈余品质的五大要素，强调盈余品质可作为衡量竞争力的重要指标。第十章使用实例，讨论如何用股东权益报酬率来分析企业竞争力。第十一章则提出九个实用的贴士，帮助投资人避开发生财报弊案的公司，以保护自己的财富。

最后，第十二章“聚焦联结，武林称雄”总结财务报表与提升竞争力的逻辑，也讨论如何由财务报表分析跨入“管理会计学”领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 致谢

本书的完成首先要感谢哈佛企管大师迈克尔·波特（Michael Porter）多年来的鼓励与指导。他肯定我用财报数字分析企业竞争力的写作方向，并说：**“这种写法连美国也找不到，把它呈现给中国的读者吧！”**

其次，我要感谢台湾时报出版公司和山西人民出版社的各位编辑，他们以编辑和读者的双重立场，提供许多有用的意见。我的研究助理王俊杰、徐莹杰，学生韩建婷、郭俐君等人，在资料搜集和文稿校对上贡献良多，在此一并致谢。

最后，对于我的妻子婉菁，我满怀感恩。她用温柔、坚持与智慧，成全我热爱的每件事。我希望我的第一本书，会是她颈上珠链的第一颗珍珠。期盼有一天，我能用一整串的珍珠，回报她因我的写作所必须忍受的寂寞。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 CONTENTS

001 推荐序 读故事，看财报，了解企业竞争力 颜漏有
005 自 序 读懂财务报表，创造丰厚财富 刘顺仁

第一篇 心法篇

003 第 1 章 解读帕乔利的财富密码
004 > 以智慧解读帕乔利密码
006 > 以诚信编制帕乔利密码
009 > 用勇气面对帕乔利密码
012 > 看懂财务报表是企业领袖的必备素养
014 > 面对帕乔利密码的两极反应——当灰狗遇上小 Q
016 > 《易经》启示录：“简易”、“变易”及“不易”

020 第 2 章 用财务报表锻炼五大神功
021 > 一个坚持
024 > 两个方法
025 > 三类活动
027 > 四份报表
029 > 五项修炼
033 > 金庸七伤拳的启示

035 第 3 章 飞行中，相信你的仪表板
036 > 善用会计信息引导正确的策略
037 > 谨防因错误信息酿成决策的灾难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CONTENTS

038 > 财务报表是企业竞争的财务历史
045 > 资本市场“预期”的强大力量
048 > 会计数字的结构
050 > 蒙住眼睛，要能操控你的飞行器

第二篇 招式篇

055 **第 4 章 学习威尼斯商人的智慧与谨慎——资产负债表的原理与应用**
058 > 搞懂资产负债表的基本武功原理
061 > 看看世界第一商家沃尔玛的资产负债表
073 > 在资产负债表中看出企业竞争力
082 > 别忘了其他重要资产议题
087 > 别忘了其他重要负债议题
088 > 中国大陆公司资产负债表介绍——五粮液
089 > 面对真实的资产及负债状况

091 **第 5 章 创造像刘翔般顶尖的跨栏成绩——利润表的原理与应用**
093 > 搞懂利润表的基本武功原理
100 > 看看世界第一商家沃尔玛的利润表
106 > 在利润表中看出企业竞争力
115 > 透视资产周转率背后的玄机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

CONTENTS

119 > 别忘了利润表的其他重要议题
121 > 中国大陆公司利润表介绍——苏宁电器
123 > 面对企业真实的经营绩效与竞争力

125 **第 6 章　别只顾加速，却忘了油箱没油——现金流量表的原理与应用**
126 > 搞懂现金流量表的基本武功原理
128 > 了解现金流量表的概念架构
128 > 用两招编制现金流量表
133 > 看看世界第一商家沃尔玛的现金流量表
135 > 由经营活动现金流量看竞争力
145 > 投资、筹资活动现金流量的管理意义
147 > 四大企业类型
149 > 中国大陆公司现金流量表介绍——联想集团
151 > 古战场巡礼的启示

154 **第 7 章　是谁动了我的奶酪——所有者权益（或股东权益）变动表的原理与应用**
155 > 搞懂股东权益变动表的基本武功原理
156 > 看看世界第一商家沃尔玛的股东权益变动表
159 > 股票选择权的争议
160 > 中国大陆公司股东权益变动表介绍——国美电器
162 > 由股东权益变动表中看出竞争力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CONTENTS

168 > 由融资顺序看企业前景
169 > 首次公开发行股票的解读
170 > 现金股利的信息含义
172 > 同舟共济话未来——调和股东权益与员工利益

第三篇 进阶篇

177 第 8 章 踏在磐石而不是流沙上
——谈资产质量与竞争力
178 > 无形资产决定长期竞争力
179 > “内在价值”与资产评估
184 > “内在价值”的广泛应用
186 > 企业会计准则第八号公报——资产减值
187 > 资产比负债更危险
192 > 管理资产减损才是重点
195 > 啥都没剩下！

197 第 9 章 卓越管理而不是盈余管理
——谈盈余品质与竞争力
199 > 盈余品质
205 > 绩优生的堕落——房利美不再卓越
206 > 企业会计准则第三十七号
——金融工具列报比较与分析
207 > 台湾：企业合并财务报表与第七号公报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

209 > Sunbeam 的转机？
211 > 遵守一般会计原则也能做账
213 > 延伸核心竞争力，创造盈余品质

215 第 10 章 精通历久弥新的股东(所有者)权益报酬率——谈经营质量与竞争力
217 > 小心检查企业经营的成绩单
218 > 细看股东权益报酬率的武功招式——定义及组成因子
220 > 谁是股东权益报酬率的高手——海内外企业实例分析
237 > 股东权益报酬率的限制

239 第 11 章 最重要的是，要随时保护你自己——避开财务报表陷阱的九大贴士
241 贴士一：注意股价“利多下跌”的警讯
243 贴士二：注意公司董监事等内部人大举出脱股票的警讯
244 贴士三：注意董监事或大股东占用公司资金的警讯
245 贴士四：注意公司更换会计师事务所的警讯
246 贴士五：注意公司频繁更换高阶经理人或敏感职位干部的警讯
249 贴士六：注意集团企业内复杂的相互担保借款、质押等行为的警讯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

250 贴士七：注意损益项目中非营业利润百分比大幅上升的警讯
251 贴士八：注意应收账款、存货、固定资产异常变动的警讯
254 贴士九：注意具有批判能力的新闻媒体对问题公司质疑的警讯
255 > 朱镕基的未竟志业——公司不做假账

257 第 12 章 聚焦联结，武林称雄
258 > 专注才能创造竞争力
260 > 靠绩效才能保住饭碗
262 > 竞争力要靠绵密的企业活动网络
267 > 避开无法竞争的困境
268 > 企业活动网络与平衡计分卡
270 > 追求优质增长要有优先级
272 > 十大建议：应用财报增加竞争力

277 后 记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一篇 心法篇

我衷心地希望，经理人能活用财务报表，打造赚钱、受人尊敬、又对税收有贡献的企业。提升投资人决策品质、判断企业竞争力高低、帮助投资人选好标的，避免误踏“地雷股”。

——刘顺仁

财务报表可以协助经理人锻炼出“五大神功”：

1. 坚持正派武功的变法。
2. 活用财务报表分析的两个方法。
3. 确实掌握企业的三种活动。
4. 深刻了解四份财务报表透露的经营及竞争讯息。
5. 加强领导者必备的五项管理修炼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章
解读帕乔利的财富密码

2003年，美国悬疑小说家丹·布朗（Dan Brown）出版了《达·芬奇密码》一书，历经3年多时间，全球畅销4000多万册。经由作者丰富的想象力，达·芬奇的不朽杰作《最后的晚餐》和《蒙娜丽莎的微笑》，居然不是纯粹的艺术创作。这些画作里隐含了密码，借此传递了可以动摇基督教信仰基础的天大秘密。

如果也容我发挥一下天马行空的想象力，那么我想说，在《最后的晚餐》画作中，丹·布朗指证历历的那个隐藏的"M"，并不是抹大拉的玛丽亚（Mary Magdalene），而是"Money"（金钱）。这个推测可不是毫无根据，因为达·芬奇一直深受会计学之父卢卡·帕乔利（Luca Pacioli，1445~1515）的影响。

根据历史记载，自1496年起，达·芬奇跟着意大利修士帕乔利在米兰学了3年几何学，据说他还因为太过沉迷而耽误了艺术创作。在达·芬奇遗留的手稿中，他多次提到如何把学来的透视法及比例学，运用在绘画创作中。为了答谢恩师，达·芬奇为帕乔利1509年的著作《神圣比例学》（讨论几何学所谓的"黄金比例"）画了六十几幅精美的插图。

1494年，帕乔利在威尼斯出版了会计学的鼻祖之作《算术、几何、比与比例概要》，系统地介绍了"威尼斯会计方法"，也就是所谓的"复式会计"（double entry bookkeeping）。正因为帕乔利的贡献，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一切商业活动都可转换为以“Money”为符号的表达。下次当你欣赏达·芬奇的作品时，别忘了其中所隐藏的M字，可能深具会计学含义！

除了介绍会计方法，帕乔利还在书中大力宣扬**商业经营成功的三大法宝：充足的现金或信用、优良的会计人员与卓越的会计信息系统**，以便商人能够一眼看清企业的财务状况，他的建议到目前为止仍大体适用。例如，有“经营之神”美誉的台湾塑料公司董事长王永庆先生认为，企业经营的两大支柱是“计算机系统”和“会计制度”，而计算机系统的很大部分是用来支持会计制度的。

帕乔利所提倡的会计方法，可以把复杂的经济活动及企业竞争的结果，转换成以货币为表达单位的会计数字，这就是笔者所谓的“**帕乔利密码**”。这些密码拥有极强大的压缩威力，即使再大型的公司(如通用电气、微软及联想)，它们在市场竞争中所创造或亏损的财富，都能压缩汇总成薄薄的几张财务报表。这些财务报表透露的讯息必须丰富、充足，否则投资人或银行不愿意提供公司资金。但是，这些财务报表又不能过分透明，否则竞争对手会轻而易举地学走公司的经营方法。因此，帕乔利密码所隐含的讯息往往不易了解。而本书最主要的目的，就是帮助大家活用帕乔利密码，进而培养个人及组织高度的竞争力；对于投资者来说，也能透过薄薄的几张财务报表，充分读懂企业透露的信息，提升投资报酬率。

首先，面对帕乔利密码，管理者要有“智、诚、勇”三种修养。

>> 以智慧解读帕乔利密码

帕乔利密码对管理的最大贡献，不只是帮助经理人了解过去，更重要的是在于启发未来。事实上，一个杰出企业的发展，经常奠基于看到简单会计数字后所产生的智慧，而这些智慧开创了新的竞争模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

麦当劳为什么爱卖汉堡？

1937 年，麦当劳兄弟（Dick and Mac）在美国加州巴赛迪那(Pasadena）销售汉堡、热狗、奶昔等 25 项产品。1940 年左右，他们做了个简单的财务报表分析，意外地发现 80%的生意竟然来自汉堡。虽然三明治或猪排等产品味道很好，但销售平平。麦当劳兄弟于是决定简化产品线，专攻低价且销售量大的产品。他们将产品由 25 项减少为 9 项，并将汉堡价格由 30 美分降低到 15 美分。从此之后，麦当劳的销售及获利激增，为后来发展成世界级企业奠定了基础。

沃尔玛的低价策略

沃尔玛（Wal-Mart）的创办人沃尔顿（Sam Walton，1918～1992），在自传中提到他从财务报表中分析体会的简单算术：“如果某个货品的进价是 8 角，我发现定价 1 元时比定价 1 元 2 角时的销售量大约多了 3 倍，所以总获利还是增加了。真是简单，这就是折价促销的基本原理！”在沃尔玛 1971 年上市后的第一份财务报表中，沃尔顿就清楚地说：“我们要持续保持真正低价的政策，并确定我们的毛利是全国任何通路业者中最低之一。”由于坚持这个低价策略，沃尔玛的营收由 1971 年的 7800 万美元，增长到 2006 年的 2600 亿美元；获利则由 290 万美元增长到 90 亿美元。

因此，智者可以把帕乔利密码当成是“望远镜”，协助企业形成长期的竞争策略。

阅读财务报表可以激发竞争模式的创意，而通过帕乔利密码，经理人也可学习华裔著名鉴识专家李昌钰博士观察微细证据的本领。李博士累积了超过 8000 个刑事案件的处理经验，他提出鉴识学的三大关键要素：科学的态度、敏锐的观察力及逻辑推理能力。如果从鉴识学的角度来看，财务报表上的每个帕乔利密码，都是竞争与管理活动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所留下的证据。一个有智慧的经理人，应该像李昌钰博士所说的，必须“让证据说话”，认识到“任何不合理、不寻常的地方，就隐藏着解决问题的关键”。例如当企业营收下降时，经理人必须加以追究，思考到底是因为总体经济的衰退所致，或是因为竞争对手侵蚀了自己的市场占有率，还是产品或服务质量出了问题等各种可能原因。

在后续的章节中，读者将发现有些看来正常、稳定的财务比率，原来是正反两股力量互相抵消的结果。经理人若不及早正视这股负面力量的杀伤力，企业在未来会遭遇困难。这些见微知著的本领，很像是现代警察以科学态度办案。当然，我们并不是要用会计数字来缉拿“凶手”，而是希望借由帕乔利密码透露的细微证据，改善企业的竞争能力及投资管理绩效。在拆解帕乔利密码的过程中，我们将知道要找哪一个人、做哪一种活动，才能创造营收及获利增长。因此，智者也可以把帕乔利密码当成是“显微镜”，协助企业产生改善管理活动的细腻作为，或培养投资决策中见人之所不能见的分析批判能力。

>> 以诚信编制帕乔利密码

企业伦理是编制帕乔利密码的基础。简单地说，不谈**“课责性”**(accountability，指的是处于“负责”的状态)，就没有会计（accounting)；只讲究会计的技术而不谈诚信原则，财务报表就失去灵魂。对企业经理人来说，在编制财务报表的过程中，正确的价值观与态度，远比会计的专业知识重要。

1993年，我自美国匹兹堡大学毕业，第一份工作是担任马里兰州立大学的助理教授。周末时，我最爱驾车由乔治·华盛顿大道沿波多马克河而下，参观华盛顿特区著名的史密森博物馆群（Smithsonian museums)。该博物馆群以捐赠者史密森（James Smithson）命名，包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括 17 座大型博物馆，每年吸引了全球超过 3000 万名访客前来，是全世界规模最大的博物馆群及研究机构。很多周遭的朋友都参观过史密森博物馆，却很少有人知道它背后有段根植于课责性的感人故事。

史密森 1765 年出生于英国，是贵族阶层的私生子。1826 年，他写下一份奇特的遗嘱，将遗产留给唯一的侄子，但注明倘若侄子死亡且没有后代，遗产将赠与美国政府，并利用这笔资金在华盛顿特区成立以“致力于知识创造与传播”为宗旨的研究组织。史密森终其一生没去过美国，遗嘱中这神来一笔，恐怕是千古悬案了。

1829 年，史密森死于意大利。他的侄子 21 岁英年早逝，没留下子嗣。经过与史密森亲属的诉讼后，美国政府顺利取得这笔赠与，并将遗产变卖，换成约值 50 万美元的金币载运回美国。1846 年，美国国会通过《史密森组织法》，准备执行设立研究组织的赠与条件。不料美国政府后来将这笔捐款用来购买各州发行的债券，结果惨遭倒债，血本无归。所幸当时的参议员亚当斯（John Quincy Adams，曾任美国第六任总统）仗义执言，痛批这种不负责任的行为，之后国会除了立法恢复本金 50 万美元外，更加计了该期间发生的利息。

1903 年，意大利政府准备夷平史密森安葬的墓园。美国联邦政府得知消息后，1904 年派出特使到意大利迎灵。在一个细雨绵绵的午后，海军仪队由马德兰港口护送史密森的骸骨上岸。史密森的最后一趟旅行，棺木上覆盖的是美国国旗。从此以后，他安息于华盛顿特区的史密森博物馆总部，不再流浪。

我时常想，史密森的遗产若捐赠给没有诚信的国家，50 万美元恐怕早已烟消云散。然而，组织的发展不能只靠高尚的道德情操，还必须配合良好的治理机制。今天，史密森博物馆的董事会由 17 人组成，美国副总统是法定成员之一。它的年度财务报表，由全球四大会计师事务所之一的 KPMG（毕马威会计师事务所）查核，以昭公信。这种公开透明的营运方式，确保史密森博物馆在不收门票的情形下，联邦政府愿意持续给予每年约 5 亿美元的预算及项目补助，民间也始终乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于捐赠，每年捐款约达2亿美元。有时候，我踏进史密森博物馆只想看幅画，前后不到10分钟，因为它不收门票，让人一点压力也没有。若史密森地下有知，一定乐于看见200多年后的人们，依然分享他对创造及传播知识的热爱。课责性的实践，赋予史密森博物馆优美的灵魂，也赋予它高度成功的经营能力。

身为投资大师，同时也是美国伯克希尔-哈撒韦公司（Berkshire Hathaway Inc.）董事长的沃伦·巴菲特（Warren Buffett），针对课责性作了如下说明："伯克希尔-哈撒韦旗下的首席执行官们是他们各自行业的大师，他们把公司当成是自己拥有般来经营。"巴菲特更在每年伯克希尔-哈撒韦的财务报表后面，附上亲手撰写的《股东手册》(*An Owner's Manual*)。他明确地告诉股东："虽然我们的组织型态是公司，但我们的经营态度是合伙事业。……我们不能担保经营的成果，但不论你们在何时成为股东，你们财富的变动会与我们一致（因为巴菲特99%的财富集中于伯克希尔-哈撒韦的股票）。当我作了愚蠢的决策，我希望股东们能因为我的财务损失比你们惨重，而得到一定的安慰。"巴菲特对欺骗股东以自肥的管理阶层深恶痛绝，他也铁口直断，那些爱欺骗投资人的经理人，一定无法真正管理好一家公司，因为"公开欺人者，必定也会自欺"。

在台湾的企业界，王永庆先生因担任台塑董事长不支薪而广受好评。王永庆先生个人拥有的台塑股票约14万张，市值约新台币78亿元；他所拥有的其他台塑集团公司的股票，例如南亚、台化等市值共约360亿元。事实上，台塑集团各个公司的经营成果，反映在股价及股利的分配上，就等于是王永庆先生的薪水。在2004年的一次媒体专访中，王先生对部分台湾电子业公司提出严正的批评："员工配股那么高，结果小股东都因此破产，哪有这款道理……""我都买了(指台塑集团库藏股)，其实也没有什么特殊考虑，纯粹是资金运用。简单来说，我们都经过分析，觉得投资台塑集团，报酬率比定存（定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期存款利率）高，公司一定要对自己有信心，这样对股东和社会大众才有交代。我纯粹就事论事，向股东抢钱，实在是……对社会不老实啊！”在台湾鸿海精密公司董事长郭台铭（台湾首富，也是香港富士康董事长）的首次电视专访中，郭董事长透露王先生曾送给他公子两个字——信用，来作为勉励。这种传统的价值观，现在听来格外珍贵。

讲究课责性的公司，也会替股东省钱。例如汇丰银行规定，出差在 3 小时内可飞达的航程，一律坐经济舱，连集团的首席执行官都奉行不渝。从进银行的第一天起，汇丰银行的员工就不断地被提醒，他们管理的是股东的钱，不是自己的钱。花旗集团在年报中则清楚地告诉股东：“我们把你们的钱当自己的用。”更以年度费用增长率显著低于年度营收增长率的事实，证明管理阶层对费用控制的努力。

从企业经营的历史来看，不讲究诚信原则的企业，虽然可能暂时成功，但是无法长期地保持竞争力。因此，编制财务报表便是企业实践诚信原则的第一块试金石。

>> 用勇气面对帕乔利密码

美国学者柯林斯（James Collins）在畅销书《从优秀到卓越》中提出所谓的“斯托克代尔悖论”（Stockdale paradox），颇值得经理人深入思考。吉姆·斯托克代尔是美国越战期间被俘的最高军阶的军官，1965 年到 1973 年这 8 年间，他被关押在被戏称为“河内希尔顿”的战俘营。在漫长残酷的囚禁岁月中，斯托克代尔赖以存活的心法是“坚持你一定会成功的信念，绝不放弃希望，但必须勇于面对最严酷的事实”。企业的创业家或首席执行官，通常乐观且充满冒险精神，但往往缺乏信息与面对严酷事实的良好心态。2004 年 7 月 28 日由台湾股票市场下市的卫道科技董事长张泰铭先生曾充满悔意地说：“好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大喜功，没有财务观念，是我最大的错误。”

推出《执行》及《增长力》两本深受好评的企管畅销书后，博西迪（Larry Bossidy）与查兰（Ram Charan）于2004年出版了另一本好书《转型：用对策略，做对事》，他们认为“应变力”是企业最重要的管理能力。“勇于应变”这四个字，容易说却不容易做。即使是英特尔（Intel）这么优秀的世界级公司，当它发明的“动态随机内存”（DRAM）产品已经没有竞争力时，要高阶经理人下达全面退出该市场的决定，他们仍旧犹豫再三。1985年，就财务报表的数字来看，英特尔对DRAM的投资与效益早就不成比例。当时英特尔的研发预算有1/3用在开发DRAM产品，DRAM却只带给英特尔5%左右的营业额，相比日本的半导体公司，英特尔早已是DRAM市场不具竞争力的配角。后来英特尔壮士断腕，放弃DRAM事业，转而专攻微处理器，才有20世纪90年代飞快的成长与获利。

无法勇于就财报数字采取行动的，除了经理人之外，也包括靠数字吃饭的财务分析师。2000年3月10日，美国纳斯达克（NASDAQ）指数达到历史高点的5060点，较1995年增长了5.74倍。但在2002年中，纳斯达克指数跌到1400点以下，而标准普尔（S&P）指数在同期也跌掉了40%。根据统计，在2000年分析师的投资建议里，80%是买进建议，一直等到纳斯达克指数跌了50%，美国企业财务报表数字明显地大幅变坏，分析师才开始大量作出卖出建议。这也是慢了大半拍，无法勇于面对严峻事实的实例。

根据1990年以来愈加受重视的“行为经济学”研究，在进行投资决策时，一般人有种明显的偏误：当投资处于获利状态时，投资人变得十分“**风险规避**”（risk-adverse），很容易在股票有小小的涨幅后，急着把它出售以实现获利；相对地，当投资处于亏损状态时，投资人却变得十分“**风险爱好**”（risk-taking），尽管所买的股票已有很大的跌幅，但仍不愿意将它出售、承认亏损。当投资人需要周转资金必须出售持股时，他们通常出售有获利的股票，而不是处在亏损状态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票。这种“汰强存弱”的投资策略，是一般投资人无法获利甚至遭受重大损失的主要原因。

美国芝加哥大学商学院的行为经济学家泰勒（Richard Thaler）博士，把这种行为归之于“**心理会计**”（mental accounting）作祟。泰勒指出，要投资人结清心里那个处于亏损状态的“**心理账户**”（mental account）是十分痛苦的，因此他们往往不出售股票，来逃避正式的实现亏损。他们宁愿继续接受账面损失的后果，最后常以血本无归收场。在类似的“心理会计”情境中，企业经理人面对转投资决策的失败，往往也迟迟不愿承认错误，甚至可能继续投入更多资源，让公司陷入困境。

因此，使财务报表成为协助经理人面对严酷事实的工具，以掌握组织全盘财务状况，也是本书的重要目的。财务报表是企业经营及竞争的财务历史，而历史常是未来的先行指标，它发出微弱的讯号，预言未来的吉凶。然而，如何正确地解读它、运用它以迈向成功，考验着每个企业领袖的智慧与勇气。

对“不勇于”面对现实的公司，资本市场有最后一道严酷的淘汰过程。因最早全力放空（以股价下跌来获利的交易行为）安然（Enron）而声名大噪的分析师查诺斯（James Chanos），是美国“秃鹰集团”的精英分子。2002 年 2 月 6 日，他在美国众议院“能源和商业委员会”为安然案作证时，说了一段颇令人深思的话：“尽管200 年以来，做空的投资人在华尔街声名狼藉，被称为非美国主流、不爱国，但是过去 10 年来，没有一件大规模的企业舞弊案，是证券公司分析师或会计师发现的。几乎每一件财务弊案都是被做空的投资机构、或是公正的财经专栏作家所揪出来的！我们或许永远不受人欢迎，但是我们扮演秃鹰的角色，在资本市场中找寻坏蛋！”

查诺斯表示，他的公司专门放空三种类型的公司：

1. 高估获利的公司

2. 营运模式有问题的公司（例如部分网络公司）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 有舞弊嫌疑的公司

对于没有竞争力的企业而言，不仅竞争对手会持续打击你，别忘了还有一群饥渴又凶猛的秃鹰在头上盘旋！

>> 看懂财务报表是企业领袖的必备素养

近年来几起恶名昭著的财务报表弊案，让人见证了资本市场的丑陋与残酷。2001 年，美国发生了“安然案”，使安然总市值由 2000 年的 700 亿美元，在短短一年间变成只剩下 2 亿美元，总市值减少了 99.7%以上，安然并于 2002 年 1 月 15 日下市。2002 年，美国第二大长途电话公司——世界通信（WorldCom）弊案，使公司市值由 1999 年的 1200 亿美元，到 2002 年 7 月变成只剩 3 亿美元，总市值只剩下 1999 年的 0.25%。

中国资本市场近年来也是弊案频传。银广夏 1993 年在深圳证券交易所发行上市，属于医药生物产业。除了号称中国第一的银广夏麻黄草基地外，银广夏也拥有国内最大的酿酒葡萄基地之一。上市 6 年来，公司资产总额从人民币 1.97 亿元增至 24.3 亿元，股本从 7400 万股扩张至 50 526 万股，税后利润增长率达 540%，同时还给投资者带来了丰厚的回报，成为证券市场极具影响力的上市公司。然而，2001 年 8 月，《财经》杂志发表《银广夏陷阱》一文，银广夏虚构财务报表事件被曝光。2001 年 8 月 3 日，证监会对银广夏正式立案稽查，发现高阶经理人及会计师涉嫌提供虚假财会报告和虚假证明文件。此案震撼中国资本市场，受害的投资人更是不计其数。

德隆案是另一个惨痛的教训。德隆集团旗下的“三剑客”（新疆屯河，1996 年上海证券交易所上市；湘火炬，1993 年深圳证券交易所上市；合金股份，1996 年深圳证券交易所上市）曾经创造了中国股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市中最为离奇的涨势。但到了 2004 年，由德隆一手打造的股市最大神话开始破灭。仅就德隆“三剑客”而言，2004 年中市值已经蒸发了超过 100 亿元。这宗新中国成立以来最大的金融证券案于 2006 年 4 月 29 日在武汉市中级人民法院一审宣判完毕。主嫌唐万新被控非法吸收公众存款罪、操纵证券交易价格罪，被判有期徒刑 8 年并罚 40 万元；德隆系三家核心企业被控非法吸收公众存款罪、操纵证券交易价格罪、挪用资金罪，合计被罚 103 亿元。

这些蒸发的财富不只是数字，它可能是老年人一辈子的积蓄、年轻人的教育基金、儿童的奶粉钱，也可能是夫妻婚姻破裂的导火线。任何一件财务弊案，背后是许多投资人血淋淋的伤痛。

面对接踵而来的财务报表丑闻，全球证券主管单位莫不致力于提升企业防弊的广度及深度，首席执行官也由高高在上的企业英雄，蒙上可能成为经济罪犯的阴影。2003 年 4 月，美国著名的《财富》(*Fortune*) 杂志以《恬不知耻》(*Have They No Shame*?) 为题，指控部分企业首席执行官明明经营不善，甚至有操纵财务报表的嫌疑，仍然厚着脸皮坐拥高薪。不过，我仍然相信，绝大多数的创业家或职业经理人，经营事业的出发点是追求成功，而非蓄意欺骗。许多财务报表弊案的产生，往往是为了粉饰经营的失败，并非只是纯粹的贪婪。本书虽然在第十一章会讨论“防弊”的部分，但我认为光是防弊无法真正创造价值，不成为地雷股也只是经理人的消极目标。我衷心地希望，经理人能活用财务报表，打造赚钱、受人尊敬、又对税收有贡献的企业。2006 年，沃尔玛共缴了 59.62 亿美元的税金，占美国当年总税收的 1/442，我们需要多一点这样的企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 面对帕乔利密码的两极反应
——当灰狗遇上小 Q

1985 年，我刚前往美国留学，某个周末我和几位新生前去邻近的西弗吉尼亚州看赛灰狗（grey hound）。赛灰狗的比赛场地就像田径赛场，每只灰狗分配一个跑道，它们的正前方都放置一个诱饵。当枪声一响，诱饵就快速向前移动，灰狗们见状便立刻死命地冲出去。灰狗的体形修长纤细，两排肋骨隐约可见，奔跑起来颇有猎豹的剽悍。现在回想，这些灰狗的行为倒有点儿像看到投资机会的企业家，展现前仆后继向前冲的勇猛劲；投资人就像背后的赌客，纷纷掏钱下注。当然，最后总是输家多、赢家少。

结束日本战国时代的丰臣秀吉（1536~1598），就曾以“灰狗”精神取胜。1582 年 6 月 2 日，发生了日本战国时代有名的“本能寺之变”，当时的军阀首领织田信长被部将明智光秀突袭后自杀。织田信长的大将丰臣秀吉正领兵对外征战，他在 6 月 3 日闻讯后，立刻与对手谈和休战，并于 6 月 5 日清晨，在大雨中连夜强行军 108 公里，袭击明智光秀的军团。丰臣秀吉在出兵时，把他根据地的所有资金与粮食毫不保留地发给将士。他为了这一战孤注一掷，终于在山崎之战（6 月 13 日）击溃了仍惊讶于“兵从天上来”的明智光秀，最后统一日本。丰臣秀吉这种“灰狗”精神，后来又表现在进军朝鲜时孤注一掷、企图侵略中国的大胆作为。但是这一次，他可没有这么走运。庞大的后勤补给压力，终于压垮了日军。

2005 年在大陆上映、票房大卖的日本电影《导盲犬小 Q》，叙述

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日本一只名为小Q的导盲犬故事。小Q与激动的灰狗形成了有趣的对比——导盲犬的性格必须极度稳定持重。然而，要如何自一群小狗中，选出性格适合的幼犬，接受进一步的导盲犬训练呢？方法是让主人热情地大声呼叫，闻声马上冲来的小狗立刻遭到淘汰，入选的是那种面带疑问、仿佛在问"为什么"而姗姗来迟的小狗！以商场表现来比喻，这是另一种类型的企业家，有点儿像孔老夫子所言"临事以惧，好谋以成"的类型。灰狗型的企业家，往往靠着抢占先机取胜，但常常败在先头部队已抵达目标，补给线却跟不上，以致后继无力；小Q可能败在第一时间反应不够快，若有充分准备，却能"后发先至"，取得最后的胜利。

台湾华硕公司（全球最大主机板公司）的董事长施崇棠，其财务管理风格颇有"小Q"的味道。1997年的华硕，股价曾高达新台币890多元；2001年，公司光是现金部分就有新台币300多亿元，占总资产近70%。这些现金多半是以定存方式持有，纵使有短期投资也以债券型基金为主，理财活动可谓保守至极。在台湾电子产业的黄金时代，拥有如此高的现金部分，由投资机构与产业界送上来的各种投资案，可谓不胜枚举。施先生也承受了相当大的批评，被人指责华硕只会赚钱，却不会投资理财。然而，事后再看，还有谁会批评施先生太过保守呢？

小Q的基本特质是凡事有点儿质疑，没想清楚前，不会一下子扑向"投资机会"。但是，一旦开始工作，它不吃饭、不休息，达成任务才干休。2001年，华硕在苏州开始执行所谓的"巨狮"计划，不再执著于高毛利的产品策略，转而强调营收增长与展现规模经济，以成为"又大又强"的产业龙头。在全球景气不佳之际，华硕却大举投资，2001年到2003年的总投资金额分别为新台币66亿元、96亿元及140亿元；现金占总资产的比率，也由70%一路下滑到2003年年底的13%。华硕的努力在2004年看到明显成果，当年的竞争对手（如精英、微星及技嘉等公司），一个个被越拉越远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有些创业家或经理人可能具有灰狗性格，有些可能具有小Q性格，这两种性格没有一定的优劣，但是要有自知之明，才能改进所短，发挥所长。灰狗型的企业家，应该多回想ACER（宏碁）前董事长施振荣先生所说“不打输不起的仗”，严格要求财务幕僚，对投资失败的风险及现金流量补给的后援作好规划。至于小Q型的企业家，应该听听孔老夫子的建议，将“三思而后行”稍微放宽为“再，斯可以！”善用先前所储蓄的人力及财力，以产生后发先至的爆发力。

最难能可贵的企业家，是同时拥有灰狗及小Q两者特质的人。例如在后文的分析中，我们看到像盖茨（Bill Gates）及戴尔（Michael Dell）等人，业务开拓剽悍如灰狗，财务管理却保守如小Q。正因为如此，微软及戴尔电脑才会成长得又快又稳。

>>《易经》启示录：“简易”、“变易”及“不易”

《易经》蕴含了中国老祖宗高明的管理智慧，而“易”字便有“简易”、“变易”及“不易”三种意义。本书希望效法先哲，不但让内容能“简易”，也能透视会计数字“变易”的原因，最后还能呈现变动世界里企业兴衰一些“不易”的道理。

笔者将以全世界最大的零售商沃尔玛，作为财务报表分析的主要范例。近二十年来，沃尔玛是美洲地区业绩增长幅度最大的公司。它如何保持业绩的高度增长？沃尔玛自己的回答是：“借着在每一次的购买过程中，一心一意地对待每一位客户，使他们的购买经验超过预期。”在课堂上，我曾请台湾大学EMBA同学试以邓丽君的三首歌，诠释沃尔玛的经营模式。这里提供我称之为“邓丽君竞争力三部曲”的看法，让各位参考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首部曲：我只在乎你

20世纪80年代，“全面质量管理运动”（Total Quality Management，简称TQM）盛行一时，TQM的中心思想就是“以顾客为中心”。《我只在乎你》的歌词，可以描述沃尔玛员工对待顾客的温柔心态：“如果没有遇见你，我将会是在哪里，日子过得怎么样，人生是否要珍惜……”“我只在乎你”的观念看来虽是老调，含义却历久弥新。2005年5月，英特尔新上任的首席执行官欧特里尼（Paul Otellini），是英特尔第一位非技术背景出身的首席执行官。他曾坦率地指出，研发团队过去太执著于追求微处理器运算速度的突破，反而忽视顾客在移动计算（mobile computing）时代对芯片散热、省电、轻薄短小的需求。2002年之后，英特尔迅驰（Centrino）微处理器之所以成功，就是回归最基本的商业原理——满足顾客需求所致。

二部曲：何日君再来

沃尔玛的营收重点除了来自新卖场的销售金额外，还必须确认旧有卖场营业额的持续增加。这必须倚赖顾客的重复购买行为，也就是“何日君再来”的威力。不只是沃尔玛，任何企业的销售若不能产生顾客重复性购买行为，增长就注定不能持续。在沃尔玛的年报中，它清楚地区分多少营收增长来自新开张卖场，多少营收增长来自旧有卖场，并讨论新旧卖场的合理销售金额。

三部曲：路边的野花不要采

在结合低价、完备的商品选择及优良的服务质量下，沃尔玛使顾客产生强烈的品牌忠诚度。邓丽君这首《路边的野花不要采》，不仅是顾客忠诚度的写照，也提醒“家花”必须提升竞争力来对抗“野

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花”。但是，品牌忠诚度不仅来自于顾客面，也要看所有的供货商是否有足够的忠诚度，愿意持续地提供沃尔玛最好的产品。顾客的经营，并不只限于卖场中的交易行为，还包括积极经营沃尔玛卖场所在小区的公益形象。当你发现沃尔玛年报以大量篇幅介绍其供货商及小区慈善活动，不要以为这只是表面功夫，这些都是无形的耕耘，终究会变成财务报表上亮眼的营收和获利数字。

沃尔玛的管理活动虽然复杂，它的策略及经营原则却十分“简易”，财务报表也出奇的单纯。在“变易”的经济环境里，自 1971 年上市以来，沃尔玛始终保持营收获利的高度增长，直到 2006 年才开始有增长疲软现象。显然，沃尔玛知道一些经营企业的“不易”道理。为了使本书探讨的竞争力概念更加清楚，Kmart——沃尔玛最主要的竞争对手——其财务信息会经常地拿来与沃尔玛比较。在许多分析中，当读者同时看到两家公司的财务数字或比率，两者相对竞争力的强弱，不需要进一步说明就十分清楚。

下面，让我们好好地解读帕乔利的竞争力密码，展开一段奠基于课责性、全力追求经营成功的旅程！

参考资料

* 丹·布朗（Dan Brown），2004，《达文西密码》（*The Da Vince Code*）。台北：时报出版。

（中文简体版：丹·布朗，《达·芬奇密码》，上海世纪出版集团，2004）

* 山姆·华顿（Sam Walton）、约翰·惠依（John Huey），1994，《纵横美国：山姆·威顿传》（*Sam Walton, Made in America: My Story*）。台北：智库文化。

（中文简体版：萨姆·沃尔顿，约翰·休伊，《富甲美国——零售大王沃尔顿自传》，上海译文出版社，1996）

* 李昌钰、刘永毅，2002，《让证据说话》。台北：时报出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(简体版：李昌钰、刘永毅、季树仁，《美国世纪大审判》，广西师范大学出版社，2007)

* 陈翊中、万蓓琳，2004，《八十八岁王永庆的三个梦》，《今周刊》第407期。

* 詹姆·柯林斯（Jim Collins），2002，《从A到A+》（*Good to Great*）。台北：远流出版。

(中文简体版：吉姆·柯林斯，《从优秀到卓越》，中信出版社，2002)

* 赖利·包熙迪（Larry Bossidy）、瑞姆·夏蓝（Ram Charan），2004，《应变：用对策略作对事》（*Confronting Reality: Doing What Matters to Get Things Right*）。台北：天下文化。

(中文简体版：拉里·博西迪，拉姆·查兰，《转型：用对策略，做对事》，中信出版社，2004)

* Thaler, Richard, 1999, "*Mental Accounting Matters*" Journal of Behavioral Decision Making, Vol. 12: 183～206.

* Odean, Terrance, 1998, "*Investors Reluctant to Realize Their Losses?*" Journal of Finance, October, 1775～1798.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章
用财务报表锻炼五大神功

著名华人导演李安执导的经典作品《卧虎藏龙》，荣获2001年奥斯卡最佳外语片、最佳摄影、最佳服装与最佳音乐四项大奖，许多影迷对片中浓郁的人文气息、精彩创新的武打画面，一直津津乐道。在美国著名的商学院里（例如麻省理工学院的斯隆管理学院），《卧虎藏龙》却被多次用来当作企业伦理的个案讨论教材。你能想得明白这是为什么吗？那是因为：武功盖世、能飞檐走壁如履平地的大侠李慕白（周润发饰），在礼教观念的规范下，明明与女侠俞秀莲（杨紫琼饰）互相爱慕，表达爱意的最大尺度却仅止于握手而已。这里面有着十分强烈的自我克制精神。对企业的高阶主管而言，再严密的法律规范总有被破解的时候，只有建立在正确价值观之上所产生的自制行为，才是实践企业伦理的最好办法。因此，在《卧虎藏龙》一片中，当众人都在争夺神兵利器“青冥剑”，或想偷学武当派奇妙的武功招式“玄牝剑法”时，李慕白失望地将“青冥剑”扔到河里，感叹地说：“没有正派的武功心法，空有宝剑和招式又有何用？”而想要追求财富的投资人，最重要的是在资本市场中找到人品与武功都是上乘的“李慕白”。

每个企业经理人都想练就一身高强的管理武功，而财务报表可以协助经理人锻炼出“五大神功”。这五大神功分别是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 坚持正派武功的不变心法：虽然听起来有点儿八股，但是这个不变的武功心法值得一说再说——财务报表的核心价值是实践“课责性”。

2. 活用财务报表分析的两个方法：财务报表是利用“呈现事实”及“解释变化”这两种方法，不断地拆解会计数字来找出管理的问题。

3. 确实掌握企业的三种活动：财务报表最大的威力，是系统地呈现企业有关经营（operating）、投资（investing）与筹资（financing）这三种活动，并说明这些活动间的互动关系。

4. 深刻了解四份财务报表透露的经营及竞争讯息：任何企业活动都可以汇整成“资产负债表”、“利润表”、“现金流量表”与“所有者权益（或股东权益）变动表”四份财务报表。

5. 加强领导者必备的五项管理修炼：根据麻省理工学院著名的“斯隆领导模型”（Sloan Leadership Model），领袖必须具有形成愿景（visioning）、分析现况（analyzing）、协调利益（relating）、尝试创新（inventing）及激励赋能（enabling）五项核心能力。

财务报表何以能协助未来的企业领袖锻炼这五大神功？以下将进一步说明。

>> 一个坚持

财务报表最重要的使命就是实践课责性。《新约圣经·马太福音》中有个讨论课责性的有趣故事：

某个主人即将前往国外，就叫了仆人来，按照每个人的才干分配他们银子：一个给了5000，一个给了2000，一个给了1000。那个领5000的随即拿去做买卖，另外赚了5000；那个领2000的也照办，另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外赚了2000；那个领1000的却掘开地，把主人的银子埋起来。

过了许久，主人回来和他们算账。那个领5000银子的又带着另外的5000来，说："主啊，你交给我5000银子。请看，我又赚了5000。"主人说："好，你这又良善又忠心的仆人，你在不多的事上有忠心，我要把许多事派你管理。"那个领了2000的也来，向主人说："主啊，你交给我2000银子。请看，我又赚了2000。"主人十分喜悦，也颇多嘉许。

那个领1000的却说："主啊，我知道你是忍心的人，没有种的地方要收割，没有散的地方要聚敛。我很害怕，就把你的银子埋藏在这里，请看，你的原银子在这里。"主人回答："你这又恶又懒的仆人，你既知道我没有种的地方要收割，没有散的地方要聚敛，就当把我的银子放在兑换银钱的人那里，到我来的时候，可以连本带利收回。"于是，主人夺过他这1000银子，给那个拥有10 000银子的仆人。主人的经营理念是："因为凡有的，还要加给他，叫他有余；没有的，连他所有的也要夺过来。"

这个故事提供两个深刻的管理启示：

1. 故事中的主人不只要求资产价值的保持，更要求投资报酬率的提升。那个将主人托付现金（银子）埋起来的仆人，以现代标准来看，只算是胆怯或懒惰之人，比起涉及重大财务弊案的诸多现代经理人，那位埋银子的仆人还不是"恶仆"，至少银子并没有被他拿来中饱私囊！

2. 主人分配资源的逻辑，是按仆人投资绩效进行"汰弱存强"，而不是"济弱扶倾"。事实上，这就是现代资本市场的逻辑——资本追求提升投资报酬率的机会。经济社会中的强者会被分配更多的资本，而弱者将被剥夺所拥有的资本。所有强势的主人（股东）都是"忍心"的人，他们要求在"没有种的地方要收割，没有散的地方要聚敛"，这代表主人关心的重点是投资结果，不想听失败的借口。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的首席执行官及所有高阶主管，都应是忠于所托的仆人，在商业行为上也应展现高度的诚信原则。

具有诚信的声誉往往能大幅减少交易成本。关于这点，巴菲特分享了一个有趣的故事。

2003 年春天，巴菲特得知沃尔玛有意出售一个年营业额约 230 亿美元的非核心事业，该事业名为麦克林（McLane）。多年以来，巴菲特一直把《财富》杂志所调查“最受人景仰的企业”那一票投给沃尔玛，因为他对沃尔玛的诚信和经营能力有着高度的信心。当时整个收购交易出奇的简单迅速，巴菲特和沃尔玛的首席财务官面谈了两小时，巴菲特当场点头同意购买金额，而沃尔玛的首席财务官只打了通电话请示首席执行官，交易就宣告结束。29 天后，购买麦克林的 15 亿美元款项，就由伯克希尔–哈撒韦公司直接汇入沃尔玛账户，中间没有任何投资银行介入。这种交易是否太过于草率？巴菲特说，他相信沃尔玛财务报表所提供的一切数字，因此计算合理的收购价格对他轻而易举。事后也证明，沃尔玛提供巴菲特的各项数据的确坦诚无欺。

相对地，心理学家近期的研究显示，不诚信的商业行为（例如做假账、广告不实等），即使未遭遇政府罚款或诉讼赔偿损失，也会造成企业隐藏性的成本。这些隐藏性成本包括：

1. 因声誉受损导致的销售下跌。根据该项研究，相当多的消费者会因企业不诚实的商业行为，停止或减少对该企业产品与服务的消费。

2. 由于员工与企业组织的价值观发生冲突，会造成诚实的员工求去、不诚实的员工反而留下的“反淘汰”情形。当不诚实的员工比例增加，企业监督员工的成本会大幅增加，而企业因不诚实行为所造成的损失也会增加。

3. 当企业加强监控员工后，员工会产生不被信任的不满、生产力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低等负面影响。

由于这是一连串的隐藏性成本，无怪乎世界著名的台湾集成电路公司董事长张忠谋竭力倡导“好的道德等于好的生意(Good ethics is good business.)”，并以“志同道合”作为求才首选。

>> 两个方法

为了彰显对主人的课责性，《马太福音》中的仆人必须将手上的银子交由主人盘点，确认金额无误，这就是“表达事实”。仆人也必须仔细说明他们从事何种经营活动、造成的收入与支出各是多少，合理地解释银子数量为何增加或减少，这就是“解释变化原因”。倘若主人无法亲自查证银子数量，仆人便必须编制报表，对现有银子数量和增减项目进行说明。这种提倡课责性的活动就是“财务报告”(financial reporting)，使用的工具就是财务报表。但是，这种主仆关系经常存在“信息不对称”的情况。假设主人没回国，看不到银子，主人就必须找一个具有公信力的第三者，检查仆人所宣称的银子数量，并确认仆人对经营状况的说明，这个第三者就是现在所谓的“会计师”。在撰写《马太福音》的两千年后，企业经济活动的复杂性远超过当时，但“表达事实”与“解释变化原因”，**仍是达成财务报表课责性的两个基本方法**。

虽然任用会计师必须经过主人（股东会）同意，但谁能当候选人，却通常是仆人自己决定的。此外，仆人可能会对会计师施以压力，要求他提供有利于自己的意见。不道德的会计师，还可能在利益引诱下与仆人勾结，一起欺骗主人，这又演变成另一个严重的问题。举例来说，安然案里一些回避证券主管单位监督的方法，就是安然的签证会计师安达信事务所（Auther Anderson）协助构思的。

上述两种方法和财务报表的两种基本数量关系密切：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. **存量（stock）：代表特定时点企业所拥有的财务资源**，例如有多少现金及应收账款等。对于存量，我们要求"表达事实"，重点在于确认它的存在及数量正确。

2. **流量（flow）：代表一段特定期间内财务情况的变化**，例如每年度的营收与获利金额。对于流量，我们要求能"解释变化的原因"。财务报表对经理人及投资人的最大功能，并不是直接回答问题，而是帮助他们提出问题，进而理清管理问题的核心。

台塑副董事长王永在先生在一次专访中提到，所有的管理现象只要抽丝剥茧，当你问到第六个问题时，几乎都能彻底理清。王永在先生的见解，并不是精确的科学定律，而是沙场老将多年的宝贵经验。这种精神与做法，就如郭台铭先生所强调的，经理人必须不断地拆解问题，直到深入了解每个细节为止，因为"魔鬼都躲在细节里"!

财务报表的主要功能是提供"问问题"的起点，而不是终点。毕竟财务报表呈现的数据通常加总性太高，无法直接确认管理中的问题所在。例如沃尔玛的总营收来源非常广，如果沃尔玛想了解营收变化的原因，可以从地理区域（美洲 vs.欧洲）、顾客别（一般消费者 vs.大盘商）、产品别（日用品 vs.生鲜食品）等不同角度切入。因此，**财务报表主要是管理阶层用来问问题的工具，而不是得到答案的工具。**至于管理问题的真正答案，必须倚赖经理人更细致深入的剖析。

>> 三类活动

在几年前的清明祭祖活动中，意外地，我自族谱中发现自己居然是帝王之后，祖先可向上追溯到汉高祖刘邦（前 256 年～前195 年）。从此以后，关于这些"帝王级"祖先如何经营他们的"家族企业"，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我一直抱持莫大的兴趣。在台湾大学上课时，我向学生们炫耀了自己显赫的列祖列宗，有位学生开玩笑说，刘家祖先的确不得了，但是后代子孙好像没那么高明。我立刻加以辩驳："香港的著名影星刘德华与2004年在雅典奥运会勇夺110米栏金牌的刘翔，都是近代刘家了不起的知名人物哩！"

事实上，刘家王朝在管理思维上的确有过人之处。以商业观点比喻，汉高祖刘邦是中国历史上第一个"平民创业家"，他创业成功的关键是"用对的人"。关于自己何以成功，刘邦作了个精辟无比的分析："夫运筹策帷帐之中，决胜于千里之外，吾不如子房（张良）；镇国家，抚百姓，给馈饷，不绝粮道，吾不如萧何；连百万之军，战必胜，攻必取，吾不如韩信。此三者，皆人杰也，吾能用之，此吾所以取天下也。项羽有一范增而不能用，此其所以为我擒也。"（《史记·高祖本纪》）

"用对的人"之所以重要，是因为他们会"做对的事"，而且会把对的事做好。以现代管理术语而言，身为领袖的刘邦，充分认识到企业三大类型活动的重要性，这三大类型活动也正好是财务报表描绘的主要对象：

1. **策略规划活动**（以张良为代表）：企业的策略规划，具体表现在财务报表上的是**投资活动**（investing activities）。投资活动决定企业未来能否成功，正确的投资能使企业保持良好的发展，创造更高的市场价值；不正确的投资不仅会造成短命王朝，甚至会使"股王"沦落为"毛股"。所谓的投资活动，不只是指把钱用在哪里的决策，也包括把错误投资收回来的决策（divest）。

2. **后勤支持活动**（以萧何为代表）：后勤支持活动具体表现在财务报表上是**筹资活动**（financing activities），也就是资金流。现代企业的"粮道"就是资金流。资金充足流畅，经营或投资活动就能可攻可守，员工及股东才能人心安定。

3. **市场占有活动**（以韩信为代表）：市场占有活动具体表现在财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务报表上是**经营活动**（operating activities）。经营活动决定企业短期的成功，它的重点是营收及获利的持续增长，以及能由顾客端顺利地收取现金。

关于投资、筹资与经营等三种活动更进一步的定义，以及三者间相互的关系，将在第六章《别只顾加速，却忘了油箱没油——现金流量表的原理与应用》深入说明。事实上，会计数字只是结果，管理活动才是组织创造价值的原因。分析财务报表不能只看死板的数字，还要能看到产生数字的管理活动，并分析这些活动所可能引导企业变动的方向。

这三种活动的关系十分密切，成功的经营活动可能代表企业目前业务仍有广阔的投资空间，也会使得股东或银行乐于继续提供融资。

>> 四份报表

任何复杂的企业，通过帕乔利密码的转换，都能利用下列四种财务报表叙述它的财务情况。许多企业人士喜欢膜拜“四面佛”，据说能保佑企业财运亨通。事实上，每个企业本来就“供奉”着四张财务报表，不妨将之视为引导竞争及管理活动的“四面佛”！

这四份财务报表分别简述如下（各份报表细节将于第四章至第七章中详述）：

1. **资产负债表**（Balance Sheet）：它描述的是在某一特定时点，企业的资产、负债及所有者权益（或股东权益）的关系。简单地说，资产负债表建立在以下的恒等式关系：**资产=负债+所有者权益**。这个恒等式关系要求企业同时掌握资金的来源（负债及所有者权益）与资金的用途（如何把资金分配在各种资产上）。**资产负债表是了解企业财务结构最重要的利器。**

2. **利润表**（Statement of Income）：它解释企业在某段期间内财富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(股东权益) 如何因各种经济活动的影响发生变化。简单地说，净利润 (Net Income) 或净损失 (Net Loss) 等于收入扣除各项费用。**利润表是衡量企业经营绩效最重要的依据。**

3. **现金流量表** (Statement of Cash Flows)：它解释某特定期间内，组织的现金如何因经营活动、投资活动及筹资活动发生变化。现金流量表可以弥补利润表在衡量企业绩效时面临的盲点，以另一个角度检视企业的经营成果。**现金流量表是评估企业能否持续存活及竞争的最核心工具。**

4. **所有者权益 (或股东权益) 变动表** (Statement of Stockholders' Equity)：它解释某一特定期间内，所有者权益 (或股东权益) 如何因经营的盈亏 (净利或净损)、现金股利的发放等经济活动而发生变化。**它是说明管理阶层是否公平对待股东的最重要信息。**

中国大陆编制这四份报表与衡量报表上各项数字的方法，系依据 1992 年 11 月 30 日财政部发布并自 1993 年 7 月 1 日起施行的《企业会计准则》，由于该准则专业性太高，财政部成立由各方面代表参加的会计准则评审委员会，作为制定和实施会计准则的咨询机构。另外在国际间均以 “一般公认会计准则” (Generally Accepted Accounting Principles，简称 GAAP) 为依据。国际间通常由立法机关制定法律，授权会计专业团体自行制定及修正，例如美国的会计准则制定组织为 “财务会计准则委员会” (Financial Accounting Standard Board，简称 FASB)；世界上另一个对 GAAP 影响深远的组织是 “国际财务会计准则委员会” (International Accounting Standard Board，简称 IASB)。至于财报中各项数字产生的细节 (如何估计无法回收的应收账款、长期借款在未来各个不同年度的还款金额等)，都将在财务报表的附注 (footnotes) 中加以讨论。广义的财务报告活动，还包括管理阶层对企业经营活动的讨论与会计师的签证意见。

普遍而言，一般公认会计准则的制定过程，除了参考会计的学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理，也受到政府法令规范及产业界压力。举例来说，美国科技产业长期以来反对将员工认股权（stock option）当成企业的费用。

1970至1980年代的台湾知名歌星万沙浪先生，曾以一曲《风从哪里来》风靡海内外，若将这首歌的歌词稍微更动，把“风”字改成“钱”字，就变成说明财务报表的好口诀：“钱从哪里来，要到哪里去？有谁能告诉我，钱从哪里来？”前两句歌词指的是资产负债表，它的目的是陈述组织资金的来源及用途。后两句歌词是指其他三份财务报表，目的都在于解释企业财务资源或股东权益的变动。接下来的歌词，对经历过亚洲金融风暴、美国911恐怖袭击事件、SARS疫情的企业经理人与投资人，一定使他们感触良多：“来得急，去得快，有欢笑，有悲哀……”

>> 五项修炼

麻省理工学院发展出著名的“斯隆领导模型”，笔者相信，财务报表能协助企业经理人，修炼该模型所宣扬的五种核心领导能力。

形成愿景（Visioning）

领导能力最重要的核心，是使个人或团体产生共享的愿景。过去几年，某些企业的首席执行官，对未来有着华而不实的陈述（例如企业未来5到10年营收、获利的复合增长率至少有20%至30%），使得“愿景”两字令一般投资大众望而生畏。但我深信，任何经理人借由阅读成功且令人尊敬的企业的财务报表，都能体会“谈愿景”并不是唱高调，它其实是建立在不断“说到做到”所产生的坚实信念上。举例来说，沃尔玛的公司网页提供它上市以来所有的财报档案，任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人若将1971年迄今的年度财务报表快速浏览一遍，相信能自创办人沃尔顿每年检讨过去、策励未来的讨论中，分享他对零售业的愿景与热情，也能了解为何他能将沃尔玛由1971年市值仅24万美元，提升至2006年平均市值约2000亿美元。

沃尔玛曾如此定义自己的愿景："让普通老百姓有机会和有钱人购买一样的东西。"此外，沃尔玛也用会计数字说明它未来的愿景。1990年，沃尔玛的年营收约为326亿美元，获利约为12.9亿美元。沃尔玛当时宣称，它将正式成为全国性的零售业者，并要在2000年成为年营收突破千亿美元的公司。这个野心勃勃的愿景，促使沃尔玛在1997年就顺利达成了——创造了1048.6亿美元的营收，且获利达30.6亿美元。到了2000年，沃尔玛的营收竟然已高达1913.3亿美元，获利62.9亿美元，超出10年前预期目标高达90%之多。事实上，好的愿景并不是空洞的口号，它是具有高度挑战性、能激发员工拼斗意志、又确实可行的目标。财务报表的数据能成为沟通愿景、形成共识的重要工具，也能成为检视愿景是否确实可行的基础。

然而，成功的事业不一定要来自伟大的愿景。我的另一位祖先——东汉光武帝刘秀（前6年～57年），就曾留下一个年少时代"胸无大志"的例子。他说过："为官当作执金吾，娶妻当娶阴丽华。"执金吾是首都（长安）戍卫司令，出巡的时候热闹风光；而阴丽华是刘秀同乡富豪家的女儿，算是小家碧玉的姿色。这些目标看来都不远大，但是在之后的诸多事件中，刘秀的军事才干及领袖气质逐渐展现，最后发展出逐鹿中原的愿景，成为一代英明君主。柯林斯（Jim Collins）与波拉斯（Jerry I. Porras）在其著作《基业长青》中也印证了一件事——伟大的企业（如沃尔玛、通用电气、默克药厂等），多半拥有平实的愿景。如果企业经理人肯多花点时间，阅读这些公司的财务报表，以及首席执行官在年度财务报表中的讨论文字，对于了解企业如何形成与实践愿景，相信有极大的帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析现状（Analyzing）

领导力的第二项重点是认清现状、不脱离现实，以便在复杂及混沌的环境中，作出妥善的策略规划并执行营运计划。著名管理顾问博西迪及查兰便指出，经理人面临的最大危机之一就是脱离现实。至于脱离现实的原因，主要来自使用过滤后的信息、选择性地聆听、一厢情愿地思考等毛病。财务报表则要求经理人，必须不断借着面对市场交易活动的现状来认清事实。有些经理人可能一厢情愿地认为，自己的产品或服务具有特殊利基（niche），但是利润表中的毛利（市场售价减去制造成本）不断下降，迫使经理人认清产品或服务已沦为与其他竞争者相去不远的“商品”（commodity），进而开始规划新的产品开发策略。

2005 年年初，台湾海峡交流基金会董事长辜振甫先生以 88 岁高龄去世。辜先生最为人盛赞的是他长远的眼光，不过我恰好发现，辜先生更是重视财务报表教育意义的有心人。他为二公子辜成允先生（目前是台湾水泥公司董事长）准备的领袖训练课程很另类——到勤业（在大陆称为“德勤华永”）会计师事务所当三年的查账员。因为辜先生相信：“学会看报表，才能深入核心。”只有深入现状的核心，才能找到经营管理的重点。

协调利益（Relating）

关于领导力的第三项重点，即是在众多利益相关者（stakeholders）间建立和谐关系，平衡他们的利益，并达成有共识的组织变革。对于企业与各个利害相关人，财务报表有系统地汇整各种资源的获得与给予的关系，例如薪资之于员工、应收账款之于客户、应付账款之于供货商、借款之于银行、股利之于股东、税金之于政府等。历史经验显示，在景气繁荣或企业获利增长之时，由于各个利害关系人雨露均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沾，不太会感受明显的利益冲突，容易相安无事。但是在景气不佳、公司获利走下坡时，“你赚就意味着我赔”的零和游戏气氛就十分强烈。举例来说，近年海内外部分公司的高阶经理人，被指责在经营绩效不佳的情形下仍坐拥高薪；高科技产业员工分红、配股被指责造成了股东权益的稀释；高科技产业享受种种企业及个人的赋税优惠，被认为对政府财政鲜少贡献。

当企业处于景气低迷且竞争日益激烈之际，如何协调各个利益相关者的利益，不仅是近年极受重视的“公司治理”的重心，也是财务报表分析中极为重要的议题。

尝试创新（Inventing）

关于领导力的第四项重点，便是在组织的管理体系或技术体系里发现新的做事方法。财务报表虽然不能直接引导创新，但能协助领导者确认各种创新活动是否具有商业价值。例如戴尔电脑首创的直销经营模式，在 1994 年至 2003 年之间，使其销售和管理费用占营收的比例，较主要竞争对手惠普科技（HP）少了 5%到 8%。在一个净利率平均不到 6%的产业，这种成本领先的幅度，使戴尔在定价与销售上占尽先机。1993 年到 1994 年之间，戴尔曾在美加地区采用直销与传统零售通路并行的方式。经历了 1993 年公司唯一的亏损后（亏损 500 万美元），戴尔在 1994 年放弃了经销通路，重新聚焦于直销通路，一年内就转亏为盈，获利 1.5 亿美元。此后，戴尔对于直销模式不再动摇。由此可知，以财务报表作为回馈机制，能巩固尝试创新的成果。

激励赋能（Enabling）

至于领导力的第五项重点，是确保有足够工具及资源来实践、继续共享的愿景，也就是所谓的“激励赋能”。在景气变化莫测的时代，强大的财务资源，是安定员工人心的最主要力量。因此，思考有关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“激励赋能”的议题时，最重要的课题之一便是维持组织财务的安定。微软的盖茨曾在一次专访中表示，他要求微软的现金及短期投资，能应对万一微软一年没收入时所有必要的研发、人事及其他业务开销。的确，自2000年开始，微软的现金及短期投资就一直高于当年度营收。以2003年为例，微软的现金及短期投资金额高达490亿美元，是营业额321亿美元的1.5倍，约占总资产的62%。这种作为乍看之下产生了闲置资金，但留下足够的“空白”，提供企业充分的弹性与安定性往往是领导者深谋远虑的智慧。

>> 金庸七伤拳的启示

金庸武侠小说《倚天屠龙记》描述过一门奇特的武功“七伤拳”，特色是对付敌人虽威力无穷，但使用时也会伤害自己，亦即所谓的“伤人一寸，伤己一尺”。《倚天屠龙记》描写金毛狮王谢逊为替家人报仇，偷偷学会了七伤拳，但是当他重创敌人之际，严重的副作用也逐一浮现，他先是瞎了双眼，然后开始神智不清，有时近乎疯狂。

投资界有个共识，一旦一个企业开始做假账，就像人染上毒瘾，做假账的幅度只会愈来愈大，非常难以戒除。做假账就像练七伤拳，刚开始似乎只伤害了投资人，但终究伤害最大的还是自己和公司。做假账一开始使人盲目——没有公允的信息，就无法判断企业的真实状况；接下来，做假账会令人疯狂——没有优质的信息，企业就不能思考。在其他行业，发挥创造力往往会被大力赞扬，大概只有在会计学里，说企业的财务报表太有“创造力”，是极大的负面评价。简单地说，**财务报表的核心价值是忠于所托、反映事实**，这也是创造企业长期竞争力的基本条件之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考资料

* 2003年伯克希尔-哈撒韦公司年报。

* 1990年沃尔玛年报。

* 《商业周刊》第894期，2005年1月6日出刊。

* 麦克·戴尔（Michael Dell），1999，《DELL的秘密》（*Direct for Dell: Strategies That Revolutionized an Industry*）。台北：大块出版。

（中文简体版：迈克尔·戴尔，《戴尔的秘密》，上海远东出版社，1999）

* 詹姆·柯林斯（Jim Collins）、杰利·薄乐斯（Jerry I. Porras），2002，《基业长青：企业永续经营的准则》（*Built to Last: Successful Habits of Visionary Companies*）。台北：智库。

（中文简体版：吉姆·柯林斯、查里·波拉斯，《基业长青》，中信出版社，2002）

* Cialdini, Robert B., Petia K. Petrova, and Noah J. Goldstein, 2004, "*The Hidden Costs of Organizational Dishonesty.*" MIT Sloan Management Review, Cambridge: Spring 45 (3): 67~73.

* 张忠谋等，2004，《CEO论坛：11位远见领导人物的前瞻观点》。台北：天下文化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章
飞行中，相信你的仪表板

台湾大学EMBA第六届学生傅慰孤将军是一位卓越的飞行员，他个人驾驶F104战斗机的总飞行时数超过1000小时，全世界F104飞行员有这种纪录者寥寥无几。F104活跃于20世纪50年代，是世界首架飞行速度达2倍音速的战斗机。F104的飞行速度极快，适合进行高速全力一击的攻击，目标未中时也能快速脱离敌机的作战范围。然而，为了追求高速下良好的操作性能，F104采取短、小、薄的机翼设计，在低速飞行时升力不足，相对使得它低速操作的稳定性、安全性极差，失事率较一般战机高出很多，一向有“铁棺材”及“寡妇机”的外号。因此，在飞行员同辈间，傅将军的飞行安全纪录备受推崇。

某次在笔者EMBA的绩效评估课程中，我们讨论起空军飞行员的绩效管理，傅将军分享了他的经验：“在天气、气候不佳的时候，飞行员的直观往往是错误的。受到生理错觉的影响，飞机明明是倒着飞，飞行员可能感觉是正着飞；明明飞机下面就是海洋，飞行员可能感觉是天空。”傅将军因此语重心长地说：“在飞行中，要相信你的仪表板。”一瞬间的误判，便可能夺去许多飞行员年轻宝贵的生命。越是错综复杂的天气，飞行员越要克服本能的驱使，相信仪表板显示的数字，才能作出正确的判断。仪表板之所以重要，在于它具有以下这些特性：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 攸关性（relevance）：飞机仪表板会显示油量、速度、高度、压力等数值，对飞行员的决策有决定性的参考价值。

2. 可靠性（reliability）：在功能正常的情况下，飞机仪表板显示的信息误差率极低。

3. 及时性（timely）：仪表板显示飞机当下（real time）的各种重要数据，飞行员可以根据这些资料立即作出正确反应。

经理人之于财务报表，必须像飞行员之于战斗机仪表板一样，对会计信息的质量抱持“死生之地，存亡之道”（《孙子兵法·始计篇》）的严谨态度。攸关性、可靠性和及时性这三项，也正是会计信息质量追求的目标。但是，经理人是否平时就建构了这种值得信赖的仪表板？假如平时不讲究会计信息的质量，当企业处在危急存亡的关键时刻，经理人对自己的仪表板又能有多少信心？是否能克服偏见，以仪表板的正确数据作出明智反应？更令人担心的是，当企业经营绩效不佳之际，经理人是否愿意让股东、银行及财务分析师看到自己真正的仪表板？

>> 善用会计信息引导正确的策略

IBM 前首席执行官郭士纳（Louis Gerstner）指出：“良好的策略起源于大量的量化分析。真正出色的公司，它所部署的策略是可信度高且可执行的。良好的策略应该注意细节，少谈愿景。”而财务报表能提供形成策略或决策的有用量化信息。郭士纳 1993 年上台后，针对市场、竞争对手及 IBM 本身，进行深入的分析思考，他发现 IBM 最根本的问题出在主机业务上。主要竞争对手运用开放系统的技术，可以自由进行软件与硬件整合，价格又比 IBM 系统便宜了三到四成，严重侵蚀了 IBM 的主机市场。由于 IBM 的固定支出非常高，市场占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有率的萎缩与销售下滑，立刻造成营运资金的枯竭。不少华尔街分析师甚至幸灾乐祸地预测，IBM 一定会碰到资金周转的问题。郭士纳让经营团队明白：IBM 需要现金甚于账面上的获利数字。终于，经营团队看到了自己的盲点，采取积极的降价政策，使主机产品的销售量迅速回升。

>> 谨防因错误信息酿成决策的灾难

错误的信息可能会酿成决策的大灾难，美国的中央情报局（Central Intelligence Agency，简称 CIA）便提供了一个惨痛的教训。

信息错误，让美国中情局大摆乌龙

“伊拉克正在重新启动核武计划，而其生物武器，不管在研发、制造及投射能力等各层面，都比第一次波斯湾战争时规模更大、技术更先进。”

美国中情局在 2002 年的“国家情报预估”（National Intelligence Estimate）中作了以上的评估。因为这个评估，2003 年 3 月 19 日，美国总统布什以“解放伊拉克人民及拯救世界于重大危险”为由，下令展开“伊拉克自由行动”（Operation Iraqi Freedom）。短短数周内，史无前例的猛烈炮火，轰击伊拉克的巴格达、巴士拉等大城市。截至 2006 年 12 月，在“伊拉克自由行动”中及后续的占领期间，美军死亡人数超过 3000 人，这与“9·11”恐怖袭击事件中造成的死亡人数相近，堪称是美军在越战后最惨重的伤亡纪录。但是，伊拉克真有大规模的杀伤性武器吗？

2003 年 12 月 14 日，萨达姆在伊拉克的提克里特（Tikrit）被捕。几个月后，布什尴尬地承认，联军在伊拉克进行地毯式的搜索后，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有发现大规模的杀伤性武器。2004 年 7 月 9 日，美国参议院发表完整调查报告，指出中情局之所以作了如此严重的情报误判，主要是由于以下的偏见：

情报系统受害于"集体先入为主的偏见"（collective presumption），一开始就认为伊拉克拥有大量杀伤性武器。因为这种"集体意见"（group think），情报系统内不论是分析人员、情报搜集人员，还是管理阶层，都倾向将模棱两可的证据，视为支持先前假设的信息，同时忽略与假设不符的证据。这种偏见的强烈，让情报系统为反制偏见及"集体意见"所建立的各种正式机制，都没有被采用。举例来说，当中情局发现伊拉克进口一批材料，这些材料有可能用于军事用途，也可能用在和平用途，但中情局的情报系统竟然就毫不迟疑地推断：伊拉克正偷偷地扩张军备。

和中情局的例子相通的是，如果企业决策建立在对事实的错误认知之上，或由于领导者强烈的个人信念，让整个管理层也产生错误的"集体意见"，一样可能导致惨痛的经营或投资亏损。

>> 财务报表是企业竞争的财务历史

财务报表可以看成是企业竞争的财务历史，而历史的功用绝不只是过去事迹的记录而已。大史学家司马迁（前 145 年～前 90 年）为"通晓历史"的作用提出以下批注，对我们看待财务报表的观点也能有深刻的启发。他认为通晓历史可以"究天人之际，通古今之变，成一家之言"（《报任少卿书》），这里将分别对这三点加以说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究天人之际

以财务报表的观点来看，“究天人之际”不妨解释为：**一个企业的财务绩效，受到外在大环境（天）及企业本身（人）互动的影响。**

对企业而言，外在大环境的最重要的一环，往往就是**产业趋势**。当某种产业大趋势出现时，能掌握脉络、与趋势同步并进者才能胜出，否则会节节败退。以摄影产业为例，在胶片时代，美商柯达（Kodak）是当之无愧的霸主，它几乎是胶卷和照片的代名词。但是在数字时代来临之后，柯达便陷入艰苦的策略与业务转型期。从2003年迄今，柯达已裁员2.7万人，并关闭了部分工厂。为了发展数字影像事业，柯达公司从2003年起每年砸下超过5亿美元的研发经费，希望在数字相机、数字冲印、储存科技及分享技术上能保持竞争力。

2005年柯达的营收增加6%，其中数字产品的营收增加40%，超过原订的36%的目标，而传统摄影产品则衰退了18%。特别值得注意的是，该年柯达的数字营收首度超过传统营收，但是由于认列在策略转型中资遣员工、关闭厂房作为的巨额损失，柯达2005年发生高达13.62亿美元的亏损。远在1878年，柯达创办人乔治·柯达豪情万丈地说：“您只要按下快门，我们负责其他一切”。但目前柯达的领导者必须通过数字摄影的技术革命，才能确保公司不因为大环境的变迁而被淘汰。

又如许多大中华地区的企业，它们快速成长的动力，是建立在善于掌握大环境的趋势上，从而取得国际大型企业的订单，这就是所谓的“良禽择木而栖”。至于他们的财务绩效，绝大多数依赖与释放代工订单者之间的互动关系。不过，这种关系也有“稳定”与“不稳定”之别。就稳定的合作关系来说，我们可以拿台湾上市公司亿丰为例。亿丰是美国最大DIY家用品零售商家得宝（Home Depot）的窗帘供应厂商，由于它能符合家得宝交货要求的少量多样、高质量、低成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本的严苛条件，已形成无可取代的地位，因此它的营业额由1996年的新台币17亿元，增长至2003年的82亿元，同期获利则由亏损2亿元增长至获利11亿元，在这段时期，台湾许多知名电子公司的市值腰斩再腰斩，但是亿丰的市值却增长5倍。这即为抓住趋势创造商机的例子。

然而，与大型国际公司之间不稳定的合作关系，也屡见不鲜。

例一

台湾的华通电脑是英特尔奔腾（Pentium）芯片重要的印刷电路板供货商，曾经显赫一时，后其针对英特尔的需求规格大举投资，却没能获得奔腾II（Pentium II）的订单。结果造成整体营收虽然由1996年的新台币58亿元，增长至2003年的120亿元，获利却由1996年的12亿元，衰退为2003年的亏损29.5亿元，股价剩下不到全盛时期的1/20。这种不稳定的关系，主因是华通无法突破自身技术瓶颈，最后失去了英特尔的支持。

例二

除了制造扫描仪的主要业务，台湾力捷电脑（目前改名为力广科技）1996年接获苹果电脑公司的“麦金塔”（Machintosh，简称Mac）OEM大订单后积极扩厂，营收因而连创新高。苹果发放外包订单的初衷，是想降低硬件成本以吸引更多使用者。但是，后来的形势发展出乎苹果计算机的预料。在台湾的OEM厂商生产的麦金塔，因为质优价廉大为畅销，苹果原厂高价位的机型，在销售时反而受到不利的影响。最后苹果公司非常突兀地取消麦金塔OEM授权，力捷的业绩便由1996年的新台币63亿元，衰退至2003年的18亿元；获利也由1996年的6亿元，衰退为2003年的亏损5亿元。力捷股价由全盛时期的接近300元新台币，跌到只剩个位数字。力捷虽然拥有优异的制造能力，最后却无法形成与苹果计算机双赢的局面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当一个经理人阅读财务报表时，眼光绝不能只局限在自己公司的绩效上，必须同时检视自己公司与大环境的关系。另一个有关大环境的观察重点是企业与对手的相互竞争关系。举例来说，当沃尔玛的营收及获利急速上升时，同期的 Kmart 却兵败如山倒。很明显地，两家公司绩效的差异主要来自竞争力的强弱，而不是产业趋势或景气循环的影响。又例如全球晶圆代工龙头厂商台湾集成电路（台积电）与第二名的联华电子（联电），它们的营收在 2004 年屡创历史纪录，股价却始终没有起色，原因是它们在产业竞争的相对优势有下滑的趋势。根据半导体研究机构 IC Insights 的统计，台积电与联电 2002 年的全球晶圆代工市场占有率为 88%，2003 年下降到 76%。台积电在 2002 年曾拥有全球晶圆代工 62%的市场占有率，2004 年降到 47%，其垄断的地位似乎已经被动摇。经理人必须重视来自大环境的相对竞争力信息，才能正确地解读财务报表的数字。

通古今之变

关于“通古今之变”，我们不妨解释为：**一个企业要创造财务绩效，不能固守过去的成功模式，必须要有高度的应变能力。**

历史充斥着许多例子，告诉我们伟大的传统是如何敌不过无情的时代变迁的。日本大导演黑泽明执导的《影武者》，是战争片的经典之作，它刻画了日本战国时期最悲壮的“长筱合战”，提供了“通古今之变”的深刻的教训。

“长筱合战”的交战双方是武田胜赖与织田信长，其中武田胜赖是武田信玄的儿子。武田信玄外号叫“甲斐之虎”，以《孙子兵法·军争篇》的“疾如风，徐如林，侵略如火，不动如山”为战术思想主轴。他强调用兵攻击的疾风骤起和防守的井然有序，都必须做到极致才能克敌制胜，因此成为当时最强大的军阀之一，他所创建的骑兵更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有“战国无敌”的美誉。

然而，针对骑兵的弱点，织田信长早就做好准备。他架起三重防马栅抵抗这支号称“无坚不摧”的机动部队，也在营寨里布下了3000名步枪手。当时日本仿制欧洲传入的步枪在技术上还十分笨拙，不但装弹费时，发射后还要等枪管冷却后才能再度使用。织田信长以有效地使用“三连击”战术著称，他将火枪手分为三队，第一队射击完毕后撤退，换第二队射击，依此类推，这样可以在特定的时间内连续射击三次。1575年5月21日清晨，武田胜赖的骑兵冲向织田信长的营寨，在营寨前就先被防马栅挡住了，这时织田信长的火枪手开始放枪。在三排枪放过之后，武田胜赖的骑兵或死或伤，一片大乱。与武田信玄征战数十年、“老兵不死”的诸多名将，在前后长达10个小时的激战中，大都壮烈惨死。武田胜赖逃回大本营甲斐时，15 000名士兵只剩下3000名，损失率高达80%，武田家族也从此一蹶不振，最后被织田信长彻底歼灭。

这场战役提供给企业最深刻的启示——旧时代的技术或商业模式，如果不能随时更新，在新时代的竞争中会遭受致命的危险。

如果把中国皇朝比喻成企业，清朝皇帝可以算是历代平均专业水平最高的“首席执行官”了。清朝皇帝每天约5点起床，7点之前的重头戏是“早读”，早读的内容是前朝皇帝的圣训与实录。圣训是前朝皇帝告诫臣子的诏令与语录；实录则是历代皇帝统治天下的编年大事记。康熙以好学著称，除了早读之外，还有晚读；乾隆曾自述他每天虔诚地读一遍实录，缅怀祖先创业治国的艰难。可见清朝的“首席执行官”们，比之前任何一朝皇帝都重视历史教育。不过，纯粹依赖过去的历史经验显然不够。1796年，乾隆在回复英皇乔治三世（King George III）要求增加贸易的诏书中，傲慢地说：“我先朝物产丰盈，无所不有，原不藉外来货物，以通有无。”尽管乾隆自认中国地大物博，但同时期欧洲科技及社会组织的快速变革，带来颠覆过去历史的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进步幅度，最终还是把清朝的竞争力比了下去。

柯林斯在《从优秀到卓越》一书中指出，在企业的经营上，辉煌的过去常是企业进步的最大敌人。400多年前，武田信玄就主张战争的胜利以“五成”为上，“七成”为中，“十成”为下。这个论点听来不合常理，但是武田信玄认为，五成的胜利最能鼓舞将士继续努力，七成的胜利会带来麻痹松懈，十成的胜利则带来骄傲自满，对组织最为危险。

财务报表分析中常有所谓的“绩优股”，它背后隐含了一个假设：过去财务绩效良好的公司，未来绩效良好的可能性会比较高。这个推断虽然有它的道理，但我们也看到许多反例，例如台湾资本市场的股王（每股股价最高）的后续发展就很值得警惕。部分的股王因成长瓶颈或策略错误，在短短数年内沦落为“鸡蛋股”（指股价低于4元新台币）。例如，台湾卫道科技的获利由2000年的新台币3亿元，衰退为2003年的亏损4亿元，它的股价曾一度每股超过300元新台币；台湾讯碟的获利也由2000年的10亿元，衰退为2004年的亏损119亿元，讯碟股价最高每股曾超过500元新台币（目前已下市）。另外，曾经创造出了中国大陆股市中的多个“第一”（如“中华珠宝第一股”、“陕西第一家民营上市公司”）的西安达尔曼实业有限公司，在1996年上市后，股价一度被疯狂炒作到每股50多元人民币，2004年该公司以0.96元收盘，成为了中国大陆股市开业以来的第一只股价跌破面值的“毛股”（也称“仙股”），于2005年因无法披露定期报告，被上海证券交易所依法终止上市。

在中国大陆的上市上柜公司（A股与B股）中，80%以上是股本20万~30万元人民币以下的中小企业，一般而言，它们的荣景都无法超过三年。至于新上市或上柜的公司，无论是在国际上还是在中国的经验显示，其经营绩效大都远逊于上市、上柜前的表现。

能否由过去的历史数据预测未来的财务绩效，的确是一大挑战。对经理人而言，由财务报表了解过去与未来绩效可能的“不连续性”，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将是对自己最大的警惕。

成一家之言

至于“成一家之言”，不妨解释为：**企业经理人即使面对同样的信息，往往也会作出不同的判断。**我在这里先和读者分享一个有趣的故事。

笔者的大学同窗好友阿新与夫婿在美国洛杉矶经营相当成功的航运生意。因为工作太紧张，阿新有长期便秘的毛病，几年前更曾恶化到一星期无法如厕的地步，必须急诊治疗。在当地医院照过X光后，美国医师指着上段粗、下段窄的大肠X光片，对阿新说：“你这下半段大肠萎缩掉了，无法正常蠕动，导致你失去排便功能。”于是安排她半个月后动手术治疗。阿新心想，这个毛病再拖半个月，自己岂不是呜呼哀哉了？二话不说，她买了一张机票返回台湾，下飞机后直奔林口长庚医院检查。在照过X光之后，长庚的医师指着上段粗、下段窄的大肠X光片，对阿新说：“你上半段的大肠松弛肥大，无法正常蠕动，导致你失去排便功能。”医师安排她次日动手术。第二天医生把肚子划开后，证实确是大肠肥大，而不是大肠萎缩。

顺利完成肥大部分的大肠切除手术后，阿新躺在病床上，笑着对我们这些来访的老朋友说：“幸好我的手术不是美国医师、台湾医师一起联合会诊，否则一个医师割掉我下半段的大肠，一个医师割掉我上半段的大肠，我岂不成了没有大肠的女人！”明明是同样的X光片，医生却可以作出“肠萎缩”与“肠肥大”两种完全不同的诊断！

类推到商业决策，高阶经理人看到同样的市场及财务信息，往往会“成一家之言”，作出差异很大的解释。2001年4月，台积电董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长张忠谋在电子业景气混沌不明时，率先提出令人振奋的消息——他看到春天的第一只燕子，科技产业景气有温和回升的迹象。几个月以后，鸿海董事长郭台铭提出对这只燕子的另一种看法——这是一只秋天的迷途孤燕，更严峻的冬天还在后头。不论是“春燕说”还是“孤燕说”，都代表了“一家之言”。

就财务报表的观点来看，“成一家之言”提示了独立思考的重要性。企业必须与外在环境互动，但企业过去的财务绩效与未来的财务绩效，又不见得有稳定的关系，这些都使经理人、财务分析师及其他财务报表使用者，必须谦卑地面对一个事实——同一组财务数字，可能引发完全相反的解读。例如自本书第四章起，读者将看到沃尔玛和戴尔的部分财务比率，乍看之下像是快发生财务危机，事实上却反映了它们强大的竞争力。

此外，“成一家之言”也代表更高层次的思考。希腊哲学家柏拉图（Plato）对此有精辟的看法：“最低层次的思考，是对事物的知觉；最高层次的思考，是能将所有事物都看成是系统之一部分的完整直觉。”以柏拉图的标准，财务报表分析的最低层次思考，是找到公司营收、获利、资产、负债等各种财务数字，并能计算相关的财务比率；至于最高层次的思考，则是了解各种财务数字产生的原因，预测它们未来的发展趋势，并清楚企业在整个经济体系中的定位。

>> 资本市场“预期”的强大力量

在现代的资本市场中，不用等到正式的财务报表出炉，投资人或财务分析师就会利用各种信息，形成对公司未来财务情况的“预期”，进而改变资源分配。2001 年 9·11 事件发生后，纽约证券交易所停止交易 4 天，重新开盘后各大类股普遍受到重挫，尤其以观光、旅游、保险、金融、航空等产业股价下跌最为严重。在一片悲观的气氛下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国防、石油、大型制药、保安、视频会议软硬件等相关的股票却逆势大涨，其中尽览科技（InVision Technologies Inc.）更是注意的焦点。

尽览科技是小型公司，成立于1990年，制造专门辨识复杂炸药装置的扫描仪，是各大机场安全辨认设备的首选。9·11事件后重新开盘，尽览科技上涨了165.3%，是纳斯达克市场当日涨幅最大的公司。在纽约证交所涨幅最大的股票则是装甲控股公司（Armor Holdings Inc.），该公司制造防弹背心，也提供保安服务，2001年9月17日当天扬升了39.3%。在美国证交所挂牌的机场保安类股ICTS国际公司（ICTS International），股价则上涨113.3%。有趣的是，宝利通公司（Polycom Worldwide）因主要业务是提供国际视频会议的设备系统，也上涨了33.3%，显示出市场认为恐怖攻击将给视频会议带来更大的商机。

以上这些决策，是根据有限信息立即进行的，我们称之为“预期的力量”。财务报表虽不是当下决策的重心，事后却是修正预期的要角。有时候，我们不得不佩服市场的眼光。9·11事件后开盘涨幅最大的尽览科技，后来果真有惊人增长。它的营收由2001年的7400万美元，增长到2002年的4.4亿美元，增长幅度约为6倍；同期获利则由750万美元增长到7800万美元，足足有10倍之多。如果某个投资人的运气很好，在9·11事件前一天以开盘价买进尽览科技的股票，到2004年年底，他的投资总共有15倍的回收，显然“9·11”后资本市场仍低估了尽览科技的潜力。订单始终旺盛的尽览科技，2004年被GE公司以9亿美元的现金购并了。

然而，市场对9·11事件后视频会议市场的乐观预期并未实现。宝利通的营收虽然在2002年有27%的增长，在经济不景气与对手的强大竞争压力下，获利反而较2000年衰退了28%。ICTS国际公司虽在“9·11”后股价一度大涨1倍多，攀升到11.5美元的价位，但后续的业绩远远不如预期，2004年年底股价下跌至1.3美元。由于ICTS公开流通的股票市场价值不到500万美元，有遭纳斯达克市场除名下市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的危险。可见，在资本市场，再乐观的预期仍仰赖对财务数字的修正。

资本市场因预期并未实现而修正股价的力量，往往来得又快又猛。2005 年 1 月 19 日，电子商务龙头易趣公司（eBay）宣布第四季每股收益（EPS）为 0.3 美元（净利润约 2.05 亿美元），比前一年同期增长了 44%。这个成绩看起来不错，只比华尔街分析师预期的 0.34 美元少了 4 美分，却引发了股价 11.7%的跌幅（每股跌 12.07 美元），在一个交易日内，易趣的总市场价值损失了 78 亿美元。尽管有如此高的跌幅，易趣的市场价值仍是它当年获利金额的 98 倍。相对而言，微软的市场价值是它当年获利的 35 倍。可见资本市场对易趣的期望极高，因此失望也很大。

此外，经理人最应谨慎的是预期有“自我实现”（self-fulfilling）的力量。例如谣言指出某公司发生财务问题，银行为了保本，立刻收缩对该公司的信用；供货商看到银行的大动作，也引发恐慌，要求该公司必须以现金提货，这就造成公司现金的不足。因为没有足够现金买进热门产品或关键零部件，又造成公司营收衰退。消费者则因担心该公司可能倒闭，以后无法提供可靠的售后服务，于是停止购买该公司产品。一连串事件所造成的恶性循环，最后可能真的使该公司因周转不灵而倒闭。

在资本市场的交易中，由于“未来的预期”扮演了重要角色，因此公司股价的波动往往非常剧烈。刚进入资本市场的上市或上柜公司，经常陷入“股价的迷思”。曾担任全美第五大个人电脑公司 AST 首席执行官的奎雷谢（Safi Qureshey），1991 年为《哈佛商业评论》（*Harvard Business Review*）撰写专文，生动地描写公司上市后管理团队如何因股价高涨而雀跃，又如何因业绩达不到华尔街的预期、股价惨跌而彷徨终日，严重影响了内部士气与正常营运。经过一番痛苦挣扎后，奎雷谢才学会以“平常心”看待资本市场的“预期”，不使它扭曲经理人的专业判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 会计数字的结构

财务报表是由一个个会计数字所组成，而会计数字可以从“投资人”与“经理人”这两种角度来解析。

投资人怎么看会计数字

每个会计数字由投资人观点可解析如下：

会计数字=经济实质+衡量误差+人为操纵

“经济实质”指的是能协助财务报表使用者，认知企业真实财务状况的数字，例如企业的获利能力、偿债能力等。

“衡量误差”是指因会计观念、规则限制，加上决策者信息不足，导致估计的会计数字偏离经济实质的部分。例如：

* 因误判债务人的财务状况，高估或低估应收账款所可能造成的倒账损失。

* 因误判市场供需趋势，高估或低估存货所可能造成的存货跌价损失。

* 因市场竞争变动剧烈，高估或低估营收变动对获利预测所造成的影响。

至于“人为操纵”，指的是财务报表编制者刻意隐瞒或扭曲信息，导致会计数字偏离经济实质的部分。例如：

* 明知债务人已濒临破产，仍不提列因应收账款不保所造成的坏账费用。

* 明知存货已无法销售、失去价值，仍不提列足够的存货跌价损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* 明知产品价格即将暴跌，仍向外宣称对未来营收或获利财务预测保持乐观。

人为操纵是有意的信息误导，是人类沟通时常见的行为，并不局限于扭曲财务报表而已。《史记》曾记载，春秋时代的孙膑，命令齐国军队与魏国军队交战撤退时，刻意减少造饭锅的数目，使追击的庞涓误以为齐军军心涣散、人数因不断逃亡而减少。结果庞涓被这些刻意扭曲的信息误导，下令魏国军队持续追击，终于死于孙膑精心设计的万箭穿心计谋之下。

又如 1991 年的第一次海湾战争，联军指挥官诺曼·施瓦茨科普夫（Norman Schwarzkopf）将军下令军队营造由科威特抢滩、正面攻击伊拉克守军的假象，同时秘密派遣 20 多万美英联军，绕过科威特，以闪电的行军速度进入伊拉克境内，发动奇袭。这次被称为“沙漠风暴行动”（Operation Desert Storm）的战役，在 100 小时内结束，美军大获全胜，仅阵亡 156 人。这些都是人类在竞争情境里，刻意向对手散发扭曲信息的实例。在资本市场中，这类的行为也屡见不鲜（请参阅第九章及第十一章）。

一般而言，企业操纵会计数字最常见的是虚增盈余数字，用来炒作股价或获取银行融资。不过，部分非营利组织（如医院）却可能刻意调低获利，以避免业务主管单位（如卫生部）干涉，或社会舆论的攻击。企业也有刻意调低获利的举动，动机可能是新经营团队为了区隔与旧团队间的责任归属，进行一次性的巨额损失认列。当然，有些企业之所以故意压低获利，是想给人造成该产业不易赚钱的印象，以避免新竞争者加入。

管理阶层怎么看会计数字

同样的会计数字，自经理人观点可以作另一种解析：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计数字=管理阶层预期的会计数字+执行力落差+人为操纵

企业内部通常通过预算编列，产生一系列的预期会计数字，并对外宣布（例如本年度获利目标为10亿元）。若执行力出了问题，实际获利低于预期（例如获利只达到6亿元），则产生执行力落差负4亿元。

假设该公司使用不当的会计方法，创造了4亿元的获利（这就是人为操纵），投资人最后看到的会计数字便是10亿元。那么，这个数字显然会引导投资人作出错误决策。**习惯以人为操纵来掩饰执行力落差的公司，终究会失去竞争力。**

>> 蒙住眼睛，要能操控你的飞行器

在2004年台湾大学EMBA的跨年晚会中，我和傅慰孤将军又聊起了仪表板的问题。我问他，飞行中什么时候仪表板不是那么重要？傅将军想了一下，他强调现在飞机越来越精密，飞行员反而没办法直接感受飞行的各种参数（例如速度），仪表板便成为不可或缺的辅助工具。如果硬要找出例外，他回答：“当晴空万里、视线良好的时候，飞行员可以利用目视飞行，不必太依赖仪表板；或是当几个相关仪表板显示互相矛盾的讯号、仪表板疑似有故障之时，飞行员也不可迷信仪表板。”

最后，我忍不住问他，飞行中是否遭遇过性命攸关的时刻。傅将军点点头，表示甚至还碰过与僚机相撞的危急情形。他之所以能化险为夷，最重要的关键是他对危机处理程序滚瓜烂熟的程度，甚至超过对一般飞行的操作程序的熟悉。一般而言，发现飞机出问题到排除障碍或决定跳伞，战斗机飞行员大概只有3分钟的反应时间。因此，在空军飞行员的训练中，有一项是蒙住他们的眼睛，要求他们凭借着反射动作，操作遭遇危险时控制飞机或紧急逃生的各种按钮及程序。傅将军笑着说：“飞F104超过1000小时还能活着的人，在我们这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行，算是运气很好的！”

望着傅将军高大的身影，我颇有所感。我相信“好运”恐怕是太客气的说法，好的管理和纪律，才是傅将军存活和成功的真正原因。如果把一位优秀的经理人比作一位杰出的飞行员，那么他必须练就的管理本事，至少应该有下列几种：

1. 在经营过程中，学会看懂具有攸关性的各种仪表板。

2. 当仪表板显示互相冲突的讯号时，学会诊断发生什么事、哪个仪表板的信息比较可靠。例如，当利润表的营收及获利快速增长，但现金流量表的经营活动现金却快速流失，到底要相信哪一个讯号呢？(对于这一点，第六章《别只顾加速，却忘了油箱没油——现金流量表的原理与运用》将有详细的说明。)

3. 当管理危机出现、仪表板一片大乱时，必须学会蒙着眼睛、不依赖仪表板，就能顺利地引导企业化险为夷。突然发生9·11恐怖袭击、爆发SARS传染病疫情，或因不实谣言使银行突然冻结融资额度等，这些都可能使客户急速地取消订单，或让现金流量立刻萎缩。平时做好危机训练，才能对抗各种突发危机。

接下来，让我们正式研究企业的第一面仪表板——资产负债表！

参考资料

* 路·葛斯纳（Louis Gerstner），2002，《谁说大象不会跳舞》（*Who Says Elephants Can't Dance*）。台北：时报出版。

（中文简体版：郭士纳，《谁说大象不能跳舞》，中信出版社，2002）

* Qureshey，Safi U.，1991，“*How I Learned to Live with Wall Street.*” Harvard Business Review，69（3）：46～50.

* Schwartzkopf，Norman and Peter Petre，1992，*It Doesn't Take A Hero*，A Bantam Book.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二篇 招式篇

- 资产负债表——了解企业财务结构最重要的利器。
- 利润表——衡量企业经营绩效最重要的依据。
- 现金流量表——评估企业能否持续存活及竞争的最核工具。
- 所有者权益（或股东权益）变动表——说明管理阶层是否公平对待股东的最重要信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 学习威尼斯商人的智慧与谨慎
——资产负债表的原理与应用

如果出生在400多年后的今天，英国大文豪莎士比亚（William Shakespeare，1564～1616）应该也会是位杰出的企管畅销书作家。在莎翁著名的喜剧《威尼斯商人》（*The Merchant of Venice*）中，通过活灵活现的描写，商人忧心资产价值缩水的忐忑不安、他们对资金融通的需求，在剧中一览无遗。现在，让我们一起欣赏《威尼斯商人》第一幕所隐藏的管理智慧。

萨拉里诺（年轻的商人）："吹凉我的粥的一口气，也会吹痛我的心，只要我想到海面的一阵暴风将造成怎样一场灾祸。我一看见沙漏的时计，就想起海边的沙滩，仿佛看见我那艘满载货物的商船倒插在沙里，船底朝天，它那高高的桅樯吻着它的葬身之地。要是我到教堂去，看见那石块筑成的神圣殿堂，我怎么会不立刻想起那些危险的礁石，它们只要略微碰一碰我那艘好船的船舷，就会把满船的香料倾泻在水里，让汹涌的波涛披戴着我的绸缎绫罗。方才还是价值连城的，转瞬间尽归乌有。"

刘教授点评：对投资人和企业的经理人而言，难以捉摸的景气与剧烈的竞争，对资产价值的杀伤力，恐怕不下于海面上无情的风暴，或是浅滩上的礁石！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安东尼奥（年长的商人）：“我买卖的成败并不完全寄托在一艘船上，更不倚赖着一处地方；我的全部财产，也不会因为这一年的盈亏而受到影响，所以我的货物并不能使我忧愁。”

刘教授点评：这家伙显然做了点分散风险的工作，而且他的财务实力也经得起可能的损失。

投资人要提醒自己：这家公司是不是把成败“寄托在一艘船上”？

讲究义气的安东尼奥，一心想出钱帮助好友巴萨尼奥，追求一位名叫鲍西娅的富家千金，但问题是……

安东尼奥：“你知道我的全部财产都在海上。我现在既没有钱，也没有可以变换现款的货物。所以我们还是去试一试我的信用，看它在威尼斯城里有些什么效力吧！我一定凭着我这一点面子，能借多少就借多少！”

刘教授点评：企业光有财产而没有足够的现金，还是会周转不灵的！

于是安东尼奥找上威尼斯当地最有钱、却一直饱受歧视的犹太籍银行家夏洛克。

夏洛克（银行家）：“啊，不，不，不，不！我说安东尼奥是个好人，我的意思是说，他是个有身价的人。可是他的财产还有些问题，他有一艘商船开到特里坡利斯，另外一艘开到西印度群岛，我在交易所里还听人说起，他有第三艘船在墨西哥，第四艘到英国去了，此外还有遍布在海外各国的买卖。可是船不过是几块木板钉起来的东西，水手也不过是些血肉之躯。岸上有旱老鼠，水里也有水老鼠；有陆地的强盗，也有海上的强盗，还有风波礁石各种危险。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刘教授点评：这段尖酸刻薄的话语可是充满了管理的智慧。看来，要当个称职的银行家，对潜在客户的经营现况，还真要下点工夫。

在夏洛克眼里，所谓的资产都充满了风险。最后，他们谈成了一笔3000元的借款。为了报复过去被安东尼奥歧视的羞辱，夏洛克要求签订如下契约：当安东尼奥无法如期还款时，夏洛克可以割下他身上任何部位的一磅肉！

这项条件看起来十分的残酷，但是现在的资本市场难道会比夏洛克更仁慈？当企业传出可能有财务危机的消息时，不论是否属实，这个公司被银行全面抽银根的状况，其影响绝对不下于一场暴风雨，经理人消瘦的也绝对不止一磅肉！企业经营失败经理人会失业，但背后的股东（投资人）却可能输掉所有的家当（资产）。

400多年来，为应付如威尼斯商人面临的资产与负债管理问题，我们仰赖“资产负债表”，也就是企业的财务状况表。

本章首先介绍资产负债表的基本原理和概念，其次以沃尔玛2006年的资产负债表为例，说明常见会计科目的定义（编者注：本书的科目是以企业原始报表的表达方式为蓝本并加以简化，因为两岸会计政策不同，科目表达上会有所差异，但这并不影响读者的理解；在财务报表的列示上，会保留原始报表的列示方式，以使读者在看完本书后，能够看懂国际报表，更具国际意义）；并以沃尔玛相对于Kmart、戴尔相对于惠普的部分财务比率，说明资产负债表与竞争力衡量的关系。其他重要、但未出现在沃尔玛报表中的资产及负债项目，也将进一步加以说明。最后，笔者将以宜宾五粮液股份有限公司作例子，介绍中国大陆企业资产负债表的特性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 搞懂资产负债表的基本武功原理

资产负债表表达的是会计主体（entity）在特定时点的财务状况。会计主体指的是组织或组织的某一部分，它是可以独立衡量其经济行为的单位。

就会计的概念来说，公司被视为一个与股东（所有者）分离的经济个体，它有能力拥有资源及承担义务。由于将公司与出资股东视为两个不同的个体，股东个人所积欠的债务与该公司毫无关系。

资产负债表的基本架构即是有名的“会计等式”（accounting equation）：

资产=负债+所有者权益

简单定义会计等式的名词如下：

● 资产（assets）

指的是为公司所拥有、能创造未来现金流入或减少未来现金流出的经济资源。

创造未来现金流入：例如货币资金（能取得利息）、存货（能通过销售得到现金）、投资性房地产（能得到租金）、设备（能制造货品以供销售）。

减少未来现金流出：例如预付房租、保险费等各种预付项目，由于已预先付清，未来可享受居住服务及保险保障，不必再付出现金。

员工是公司的资产吗？

在会计学的范畴里，资产的定义和日常用语往往大不相同。例如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们常听见这样的陈述：员工是公司最重要的资产。以会计学的角度而言，资产必须是公司拥有且可以在市场上出售的，因此员工不是公司的资产。

- 负债（liabilities）

指的是公司对外在其他组织所承受的经济负担，例如应付及预收款项、应付职工薪酬、长期借款等。负债也包括部分的估计值，例如公司需要估计法律诉讼案所造成的可能损失。

- 所有者权益（shareholders'equity）

指的是资产扣除负债后，由公司所有者享有的剩余权益，又称为“净资产”或“账面净值”。

本书所提到的公司均是上市公司，所有者是股东，因此它们的所有者权益即股东权益。

上述的会计等式其实是个恒等式（identity），因为它是公司资金来源与资金用途一体两面的表达。

会计等式右边

代表资金的**来源**（source of fund）。资金的来源可能是负债或是所有者权益。

负债与所有者权益的相对比率一般称为“财务结构”。负债越多，财务压力越大，越可能面临倒闭的风险。反之，部分公司可能会选择完全没有长期借款（但仍有短期借款），一般称这种公司为“零负债公司”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计等式左边

代表资金的**用途**（use of fund）。资金可以用各种形式的资产拥有，例如货币资金、存货、应收及预付款项、固定资产等。

按照威尼斯会计表达的传统，资产负债表常把资产按照流动性，也就是转化成现金的速度快慢和可能性高低来排序，将流动性较高的资产排在前面。

资金来源与资金用途间有着密切的关系。例如人寿保险公司的主要资金来源是保险客户缴交的保费（属于公司的负债），若是经营良好的保险公司，客户续约率都在八成以上，因此客户一旦签订保险合约，就等于提供了公司长期稳定的资金来源。由于拥有长期稳定的资金，人寿保险公司可以大量购买不动产进行长期投资，没有短期变现的压力。一般而言，比较不好的资金搭配方式，是短期的资金来源投资在中长期才能回收的资产上（所谓的“以短支长”），这样容易造成周转失灵。

为了反应资金来源和资金用途之间的恒等关系，了解每一项经济活动的来龙去脉，我们一般使用“**复式记账法**”来记录经济业务内容、进行会计核算。西方的经济学家及社会学家，经常称赞“复式记账”能协助经理人进行理性的商业决策，是欧洲资本主义兴起的重要功臣。它目前已成为世界通用的会计记账方法。

所谓的复式记账，是指一个交易会同时影响两个或两个以上的会计科目，因此必须同时以相等的金额加以记录。关于复式记账的运作，可以用会计等式简单说明如下：

若企业向银行借款 100 万元，则该企业资产中的货币资金增加 100 万，而负债也同时增加 100 万，会计等式左右两边保持平衡。

若企业通过现金增资（指投资者用现金增加资本）向股东取得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100 万元，则其资产中的货币资金增加 100 万，而所有者权益同时也增加 100 万，会计等式左右两边仍保持平衡。

* 若企业回收客户欠款 100 万元，则其资产中的货币资金增加 100 万，而应收账款减少 100 万。由于会计等式左边同时增加及减少 100 万，因此仍然保持平衡。

* 若企业的债权人同意将该企业的欠款 100 万元取消，改成是对企业的投资，企业的所有者权益便增加 100 万，负债则减少了 100 万。由于会计等式右边同时增加及减少 100 万，因此仍然保持平衡。

这种记录商业交易的设计，除了能忠实表达资金来源及去处的恒等关系外，也创造了相互钩稽的可能性。倘若企业做假账，谎称回收一笔应收账款，为了保持会计等式的平衡，也必须同时作假，创造一笔同额的现金或其他资产。必须作假的范围因复式会计的设计而扩大，因此增加了被检测出来的机会。

>> 看看世界第一商家沃尔玛的资产负债表

介绍了资产负债表的基本原理后，以下将以全球零售业龙头沃尔玛的资产负债表为释例（已经过简化，请参阅表 4-1）来分析相关的会计科目。以沃尔玛为释例的优点有二：

1. 沃尔玛的策略单纯，因此财务报表也相对简单。

2. 通过对其财务报表的解析，沃尔玛的管理活动能提供给我们许多经营智慧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-1　　沃尔玛合并资产负债表　　单位：百万美元

1月31日	2006		2005	
资产				
流动资产				
货币资金	6414	5%	5488	5%
应收账款	2662	2%	1715	1%
存货	32 191	23%	29 762	25%
预付费用及其他流动资产	2557	2%	1889	2%
总流动资产	43 824	32%	38 854	32%
土地、厂房与设备（按成本计算）	97 302	70%	84 037	70%
减 累计折旧	21 427	16%	18 637	16%
土地、厂房与设备（净额）	75 875	55%	65 400	54%
融资租赁资产	5578	4%	4556	4%
减 累计折旧	2163	2%	1838	2%
融资租赁资产净额	3415	2%	2718	2%
其他资产				
商誉	12 188	9%	10 803	9%
其他资产	2885	2%	2379	2%
总资产	138 187	100%	120 154	100%
负债与股东权益				
流动负债				
商业本票	3754	3%	3812	3%
应付账款	25 373	18%	21 987	18%
预计负债	13 465	10%	12 120	10%
应付所得税	1340	1%	1281	1%
一年内到期的长期负债	4894	4%	3982	3%
总流动负债	48 826	35%	43 182	36%
长期负债	26 429	19%	20 087	17%
长期融资租赁负债	3742	3%	3171	3%
递延所得税负债	4552	3%	2978	2%
少数股东权益	1467	1%	1340	1%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续上表)

1月31日	2006		2005	
股东权益				
普通股股本（票面值0.1美元）	417	0%	423	0%
溢价	2596	2%	2425	2%
保留盈余	49 105	36%	43 854	36%
其他调整项目	1053	1%	2694	2%
总股东权益	53 171	38%	49 396	41%
总负债与股东权益	138 187	100%	120 154	100%

与沃尔玛资产负债表相关的名词解释如下：

- **会计主体**（entity）

这份资产负债表所表达的会计主体（或称“经济实体”），是沃尔玛与它持股超过50%的子公司（subsidiary）的财务情况，因此称为**合并资产负债表**（consolidated balance sheets）。这种合并的表达方法，显示了会计学着重经济实质（economic substance）而不重视法律形式（legal form）的特性，即**“实质重于形式原则”**。就法律观点而言，每个子公司各自为一个独立的法人；但因为它们与母公司经济活动的密切关系，会计学要求将它们合并在一起核算。一般来说，合并财务报表的编制，能防止企业把营运的亏损及负债隐藏在其他没有合并的受控制公司中（可能是实质控制，例如董事会与经营团队都是自己人，而不是股权控制），对增加财务报表的透明度非常重要。

- **货币计量**（monetary unit）

财务报表是以货币作为衡量与记录的单位，例如沃尔玛的资产及负债等项目，一律以百万美元为单位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **会计分期（accounting period）**

会计分期是指编制财务报表时，将企业的经营活动划分段落（称为会计期间），以便计算此期间的损益，一般的会计期间以一年最为常见（称为会计年度）。至于会计期间的截止日，各企业会斟酌行业特性而有所不同。一般公司财务报表选择的截止时点，通常是每年的12月31日。但是，沃尔玛财务报表选择的时点为1月31日。沃尔玛之所以这么做，主要目的是要结算圣诞节与新年促销活动后的财务情况，因为圣诞节及新年假期是美国零售通路业一年中最重要的销售旺季，这些促销活动是零售业每年销售的重头戏。戴尔的资产负债表截止日则每年不同：2004年是1月30日、2005年是1月28日、2006年则是2月3日，主因是戴尔选择次年的第四个星期五为报表截止日期，以便于周薪结算。

以下将就沃尔玛资产负债表的各个会计科目，依出现顺序加以说明。

资产部分

- **流动资产（current assets）**

通常是指一年内能转换成现金的资产。按照惯例，流动性越高的资产排在越前面。

货币资金（cash and cash equivalent）

财务报表中所指的现金，与一般认知的现金不同，具备高度流动性及安全性的资产就能列为货币资金。

除了银行存款外，沃尔玛把预期7天内可收到的顾客信用款、刷卡款金额也列入货币资金项目，因为通常沃尔玛在2天内可由信用卡消费中取得现金。此外，3个月内到期的短期投资（如美国国库券）也包含在货币资金中。2006年，沃尔玛的货币资金约有64.1亿美元，占总资产5%左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应收账款（receivables）

包括沃尔玛顾客刷卡超过7天以上才能取款的部分，以及与其他供货商往来的应收账款。2006年，沃尔玛的应收账款约有26.6亿美元，只占总资产的2%左右。

在应收账款科目下，一般公司通常还会列出所谓的**“坏账准备”**（allowance for uncollectible accounts）科目。坏账准备是用来抵消应收账款（accounts receivable）等应收项目的金额。坏账准备的功能是反映资产无法回收现金而成为坏账的风险程度，通常由管理阶层提出预估数字，经过会计师查核后确定。（编者注：在中国大陆，企业通常是根据会计准则，按照一定的比例提列坏账准备。）

例如某公司在编制财务报表时，共计有应收账款10亿元，评估往来厂商的财务情况后，认为可能约有1亿元无法回收，因此坏账准备认列1亿元，公司应收账款的净额则为9亿元。沃尔玛的资产负债表并没有坏账准备科目，这不代表它完全没有坏账的问题，而是因为坏账金额很小，对评估资产质量的重要性不大，没有必要将应收账款及坏账准备分开表达，直接显示应收账款净额即可，这种做法就是采用所谓的**“重要性原则”**（materiality concept）。

刘教授提醒您

关于坏账准备，应注意如下事项：

1. **应收账款的集中度：**若应收账款集中在少数客户，只要任何一个客户出现倒账问题，对公司财务的影响就会很严重。因此，必须逐一检视重要客户的还款能力。若应收账款的分散度大（如银行信用卡业务的应收账款），则可以利用统计方法估算坏账准备的合理金额。

2. **坏账准备金额的可靠性：**由于坏账风险的评估具有主观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性，管理阶层愿意承认多少的坏账准备金额，往往存在可操控的空间。但投资人可以通过比较同一产业其他公司提列坏账准备的程度，间接来评判该公司估计的合理性。举例来说，如果你是一家国际商业银行的总经理，在2003年美伊战争前伊拉克政府向你的银行借了100亿美元，如果你判断战后的伊拉克只能偿还70亿的贷款，那么坏账准备的金额就是30亿。但这个数字十分主观，很难评估其合理性。想知道伊拉克目前对偿还外债的态度吗？第八章进一步告诉你。

存货(inventory)

指沃尔玛准备用来销售的商品库存，是其流动资产中重要性最大的项目。沃尔玛2006年的存货金额高达约321.9亿美元，占总资产的23%左右。沃尔玛的存货成本主要以"后进先出法"（Last in First out，简称LIFO）计算。

刘教授课堂

存货价值的三种核算方法

"后进先出法"假设最后购买的存货会最先销售出去，因此仍列在账上的存货价值是按照较早期货品的进货价格核算的。例如A公司周一至周三每天进货小家电1台，成本各为30元、40元及50元，周四若销售该小家电1台，则存货只剩下2台。在周五结账日时，如果按照后进先出法计算，假设卖掉周三的进货，所剩的存货价值便是周一的进货30元加上周二的进货40元，则报表上的存货价值为70元。

若按照"先进先出法"（First in First out，简称FIFO）计算，假设最先买进来的存货最先售出，则存货价值为90元。换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

句话说，我们假设周一的存货先卖掉，剩下的存货价值为周二的进货 40 元加上周三的进货 50 元。

大部分的公司采用“加权平均法”，以上例而言，周一到周三采购的单位平均成本为 40 元，因此剩下的 2 台小家电账上存货价值应为 80 元（40×2）。

中国财政部于 2006 年 2 月发布了新的会计准则体系，目前采用的存货计价方法有先进先出法和加权平均法，取消了后进先出法。

不同的存货计价方法，不仅影响存货价值的核算，也会进一步影响获利数字。关于这一点，将于第五章《创造像刘翔般顶尖的跨栏成绩——利润表的原理与应用》进一步说明。

进行沃尔玛的存货期末计量时，如果市场价值已低于当初进货成本，必须选择以较低的市价来核算存货价值；相对地，如果市场价值高于进货成本，则必须选择以进货成本来核算存货价值，不得认列存货增值的利益。这种会计处理方法称为**“成本与市价孰低法”**（lower of cost or market），目的是让存货的评价尽可能保守、避免高估，以符合会计学的**“谨慎性原则”**（conservatism）。

以上述 A 公司为例（假设采用后进先出法），如果周五结账日每台小家电当天市价为 30 元，则存货总市价为 60 元（30×2），与原来账上成本 70 元比较，存货价值已减值 10 元，因此必须选择以较低的市价 60 元作为存货价值；相对地，结账日当天若每台小家电的市价为 50 元，则存货总市价为 100 元，与原来账上成本 70 元相比，存货价值升值 30 元，但 A 公司仍须选择以较低的成本 70 元作为存货的价值。

- **土地、厂房、设备（property，plant & equipment）**

包括取得土地、厂房与设备的成本（含购买价款、税费等），以及使这些资产发挥预定可使用状态必须支付的代价（如运输费、装卸费等）。它们又称为**“长期资产”**（long-term assets）或**“固定资产”**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(fixed assets)，因其流动性较低，一般假设需要一年以上的时间才容易出售，因此被归之为**"非流动资产"**。在这类资产中，沃尔玛拥有土地、房屋及房屋改良（如空调设施）、家具、办公设备及运输工具（例如往来于仓库及卖场间的送货卡车）等。

对于长期资产的初始计量，财务报表采取所谓的**"成本原则"**(cost concept)，意思是会计上对资产或劳务的取得，以完成交易的成本来记录。这种原则的优点是客观，缺点是无法表达交易发生后市场价值的变化。

此外，为了表达长期资产账面价值的改变，会计学使用**"累计折旧"**（accumulated depreciation）的科目来处理。关于资产价值的消耗，有系统地分摊在每一个会计期间，以方便计算损益，这就是**折旧**(depreciation）的概念。例如公司买进机器设备后，营业使用会耗损机器设备的价值，因此每年提列折旧费用，以核算企业营业的成本（请参阅第五章)，同时把每年的折旧费用累加起来，列为机器设备账面价值的减损。因此，在资产负债表中，累计折旧是资产的减项，称为**"抵消账户"**（contra account)。2006 年，沃尔玛土地、厂房与设备的账面金额为 973 亿美元左右，累计折旧金额约为 214.2 亿美元，土地、厂房与设备的净额约为 758.8 亿美元，占总资产的 55%左右。

值得注意的是，**土地不提列折旧，归类为非折旧资产。**

- **融资租赁资产**（property under capital lease）

指沃尔玛向其他资产拥有人租借营业使用的固定资产（例如土地及店面)。固定资产的租赁，按照所有权在实质上是否转移来划分，可以分为融资租赁和经营租赁两种方式。就会计的范畴来说，融资租赁是指在实质上转移了与固定资产所有权有关的报酬与风险，主要需符合下列三项要件之一；不符合融资租赁条件的固定资产租赁，均称为"经营租赁"（operating lease)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融资租赁的条件：

1. 租期届满后，可以无条件取得租赁资产。
2. 承租人在租约期满后，享有以优惠价购买租赁资产的选择权。
3. 租赁期间占资产耐用年限的大部分。

这种融资租赁的观念，再次显示会计着重经济实质而不重视法律形式的特性（实质重于形式原则）。沃尔玛租来的资产，在法律上的所有权当然属于所有者，但是就经济实质而言，沃尔玛等于“买”下了这些资产，必须承受它们带来的经济效益及风险。因此，企业会计准则要求沃尔玛把别人的资产登录在自己的资产负债表上。

至于经营租赁的会计表达，在利润表上直接承认当期的租金费用即可，并不要求公司把租来的资产列入自己的资产负债表。

凡是属于融资租赁的资产，与机器设备等资产相同，也必须核算资产长期使用所累计的耗损，承租人应当采用与自有应折旧资产相一致的折旧政策。因此，累计折旧也是融资租赁资产科目的抵消账户。2006年，沃尔玛融资租赁资产净额约为34.2亿美元，约占总资产的2%左右。

- **商誉（goodwill）**

沃尔玛拥有的土地、厂房与设备等属于有形资产，而商誉则属于公司的无形资产的一种。商誉是证明企业有赚得超额盈余的能力，很难用可靠及客观的方法衡量，所以只能在交易（例如并购）发生的时候认列商誉。沃尔玛资产负债表中的商誉科目是沃尔玛在购买其他公司股权时，付出去的价格高于该公司资产重估后净账面价值（资产减去负债）的部分形成的。（有关商誉金额的计算，本章稍后将有进一步讨论）。2006年，沃尔玛的商誉科目账面金额为121.9亿美元，占总资产的9%左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债部分

依照会计惯例，沃尔玛将负债按照必须偿还的时间长短排列，越快需要偿还的项目排在越上面。

- **流动负债（current liabilities）**

指沃尔玛一年内到期、必须以现金偿还的债务。2006 年，沃尔玛的总流动负债约为 488.3 亿美元，占总资产的 35%左右，是负债项目中总金额最庞大的项目。

商业本票（commercial papers）

主要指沃尔玛为筹措短期营运资金，经金融机构保证所发行的金融票据，又称为“融资性商业本票”。2006 年，沃尔玛的商业本票约为 37.5 亿美元，占总资产的 3%左右。

应付账款（accounts payable）

沃尔玛从供货商进货，主要采取赊购的方式，它所积欠尚未偿还的金额便称为应付账款。2006 年，沃尔玛的应付账款高达 253.7 亿美元，占总资产的 18%左右，是沃尔玛最大的负债项目。

预计负债（accrued liabilities）

沃尔玛将应付利息、应付水电费、应付职工薪酬等已经发生支付责任、但尚未以现金支付偿还的项目，加总起来放在这个综合科目里。2006 年，沃尔玛的应计负债约为 134.7 亿美元，约占总资产的 10%左右。

（编者注：大陆资产负债表中，“应付工资”等科目是单独列示的，和沃尔玛不同。）

应计所得税（accrued income taxes）

沃尔玛资产负债表的期末时点设定为 1 月 31 日，但缴纳上年度税负的时间为当年 7 月份，因此沃尔玛会先在期末认列自行估计的应缴纳税金额。2006 年，沃尔玛该项目约为 13.4 亿美元，占总资产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1%左右。

一年内到期的长期负债 (long-term debt due within one year)

原本属于一年以上到期的负债（例如十年到期的公司债），在一年内将到期的部分，都归入这个科目。2006 年，沃尔玛一年内到期的长期负债约为 48.9 亿美元，占总资产的 4%左右。

- **长期负债 (long-term debt)**

指一年以上到期的债务。在沃尔玛的资产负债表中，长期应付票据、应付抵押借款等一般长期负债科目，加总起来放在这个综合科目中。2006 年，沃尔玛的长期负债约为 264.3 亿美元，占总资产的 19%左右。

- **长期融资租赁负债 (long-term obligations under capital leases)**

对长期融资租赁而言，在签订租赁契约以取得资产使用权之际，除了记录融资租赁的资产金额外，在负债方面也要同时认列未来应支付的租赁款项金额（因为融资租赁其实很类似分期付款的形式）。由于应付融资租赁款属于长期契约，代表未来长期应付而未付的负担，所以归为长期负债类别。2006 年，沃尔玛该项目为 37.4 亿美元，约占总资产的 3%。

- **递延所得税负债 (deferred income taxes)**

它指因为企业会计准则与税法规定的不同，造成有些租税虽然现在不必支付给税捐单位，但在一段时期后终究必须支付的金额，因而也被归类为长期负债的一种。2006 年，沃尔玛该项目为 45.5 亿美元，约占总资产的 3%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有者权益部分

沃尔玛的所有者权益（即股东权益）主要分成普通股股本、溢价以及保留盈余三部分。

- **普通股股本**（common stock）

它是指已流通在外的普通股股权的账面价值。企业通过发行股票的方式筹集资本，股票的面值与股份总数的乘积即为股本，股本应当等于企业的注册资本。例如沃尔玛的普通股每股票面值为 0.1 美元，流通在外的股数有 41.7 亿股，因此沃尔玛的普通股股本为 4.17 亿美元。上海、深圳交易所发行的股票法定票面值每股为 1 元人民币，倘若一个上市公司流通在外的股数为 1 亿股，则该公司的股本为 1 亿元人民币。股本主要是法律的概念，而不是经济的概念。公司上市后，根据获利状况的优劣，每股的市价可以远高于或远低于票面值。

- **溢价**（capital in excess of par value）

当股权发行时，所收取的投资款超过面值的部分，就称为股本溢价。

例如中国大陆企业若以每股人民币 4 元上市，其溢价即为 3 元。(大陆将股本溢价列入资本公积的一部分，有关资本公积的规定将于第七章进一步说明。) 2006 年，沃尔玛的溢价为 26 亿美元左右。

- **保留盈余**（retained earnings）

指企业历年来在生产经营活动中所实现的净利润尚未以现金股利方式发还股东、仍保留在企业的部分。2006 年，沃尔玛的保留盈余高达 491.1 亿美元，占总资产的 36%左右。它也是股东权益中金额最大的项目，占股东权益的 92%左右。

扼要地解释沃尔玛资产负债表的会计科目后，我们利用它 2006

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的数据，简单地确认会计恒等式的成立：

资产（1381.87 亿）=负债（850.16 亿）+股东权益（531.71 亿）

就沃尔玛的基本财务结构而言，负债占总资产的 60%左右，而股东权益则占 40%左右。

>> 在资产负债表中看出企业竞争力

接下来，我们可试着用财务报表提出管理问题，并检视一些基本的财务比率，分析企业可能面对的竞争力挑战。

沃尔玛最重要的资产及负债

若以单项会计科目来看，沃尔玛流动资产中金额最大的是存货（2006 年约为 322 亿美元），流动负债中金额最大的是应付账款（2006 年约为 254 亿美元）。这种现象反映了零售业以赊账方式进货后销售、赚取价差的商业模式，也显示出沃尔玛如果无法有效地销售存货、取得现金，庞大的流动负债将是个沉重的压力；其次，庞大的存货数量也会造成相当大的存货跌价风险。如何管理这些风险，便成为管理阶层与投资人分析沃尔玛资产负债表的重点。此外，沃尔玛的土地、厂房及设备的净值（扣去累计折旧）高达 759 亿美元，这部分产生的管理问题也是很大的挑战。对此，沃尔玛成立专业的不动产管理公司，凡是店面的扩充、迁移、关闭、分租等事项，都由专业经理人处理。

如同前文所强调的，**财务报表数字的加总性太高，不能直接提供管理问题的答案，只能协助管理者及投资人发现问题、深入问题。**事实上，沃尔玛资产负债表的任何一个会计数字，背后都有一系列复杂的管理问题；一些常见的财务比率，往往吐露了更深刻的竞争力含

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

义，例如流动比率就是个好例子。

沃尔玛的流动性够吗？

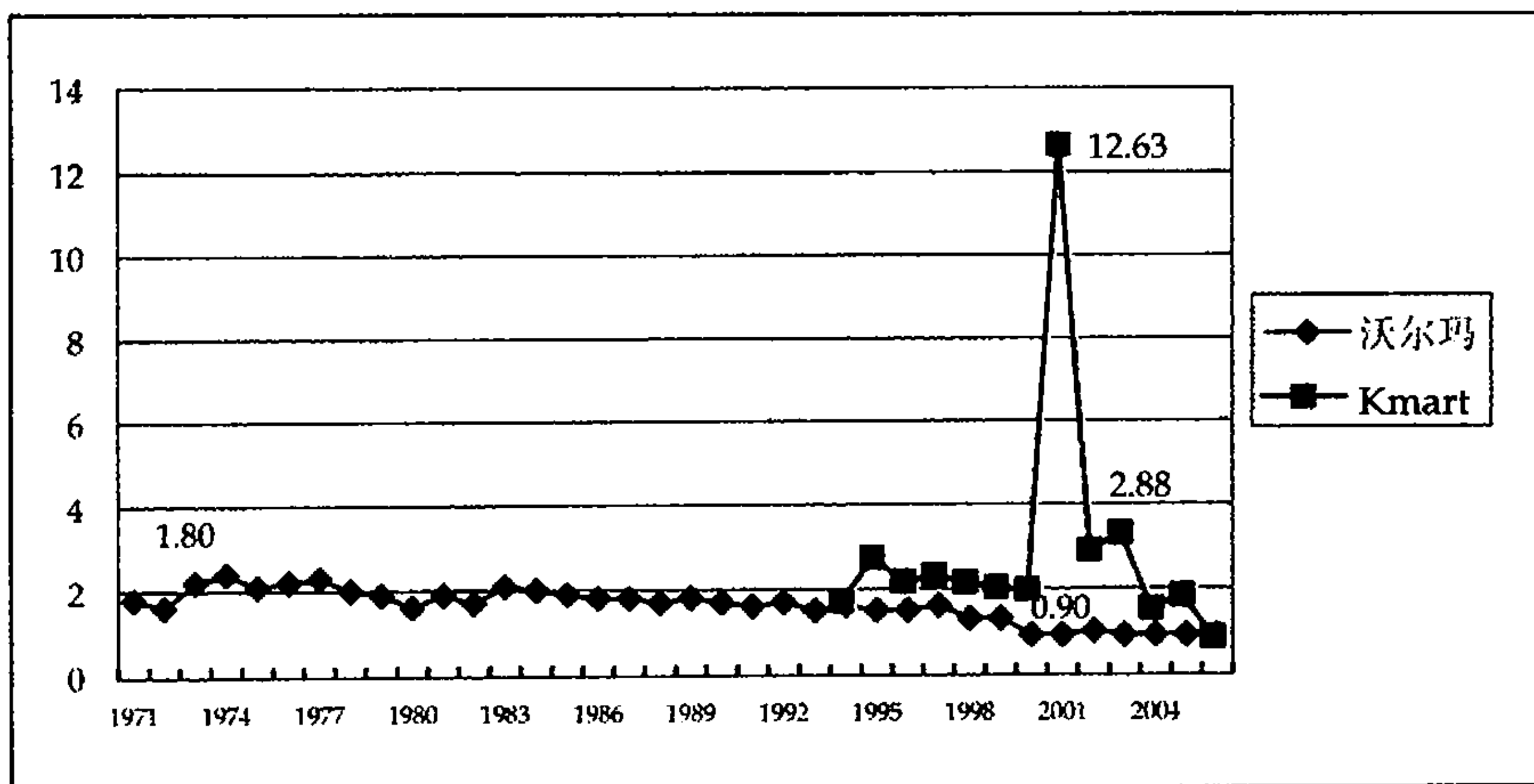
衡量企业是否有足够的能力支付短期负债，经常使用的指标是“流动比率”（current ratio），流动比率的定义为：**流动比率=流动资产÷流动负债**。流动比率显示企业利用流动资产偿付流动负债的能力，比率越高，表示流动负债受偿的可能性越高，短期债权人越有保障。一般而言，**流动比率不小于1，是财务分析师对企业风险忍耐的底限。**此外，由于营运资金（working capital）的定义是流动资产减去流动负债，流动比率不小于1，相当于要求营运资本为正数。

然而，对沃尔玛而言，这种传统的分析观点恐怕不适用。长期以来，沃尔玛的流动比率呈现显著的下降趋势：20世纪70年代，沃尔玛的流动比率曾经高达2.4，近年来一路下降，到2006年居然只有0.9（438.24亿÷488.26亿）左右。这是否代表沃尔玛的流动资产不足以偿付流动负债，有周转失灵的危险？其实不然。

沃尔玛是全世界最大的通路商，当消费者刷信用卡购买商品2~3天后，信用卡公司就必须支付沃尔玛现金。但是对供货商，沃尔玛维持一般商业交易最快30天付款的传统，利用“快快收钱，慢慢付款”的方法，创造手头的营运资金。因为现金来源充裕且管理得当，沃尔玛不必保留大量现金，并且能在快速增长下，控制应收账款与存货的增加速度。由于沃尔玛流动资产的增长远较流动负债慢，才会造成流动比率恶化的假象。对其他厂商来说，流动比率小于1可能是警讯，对沃尔玛反而是竞争力的象征。相对地，规模及经营能力都远较沃尔玛逊色的通路商Kmart，它的流动比率比沃尔玛高出许多。Kmart在2000年的流动比率甚至高达12.63（请参阅图4-1）。这难道代表Kmart的偿债能力大增？其实正好相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4-1　　沃尔玛与 Kmart 的流动比率



事实上，因为 Kmart 在 2000 年遭遇财务危机，往来供货商要求 Kmart 以现金取货，或大力收缩 Kmart 的赊账额度及期限，在应付账款（流动比率的分母）快速减少之下，才会造成 Kmart 如此高的流动比率。

传统的财务报表分析强调企业的偿债能力，要求企业的流动比率至少在 1.5 以上。然而，由竞争力的角度着眼，能以小于 1 的流动比率（营运资金为负数）来经营，显示了沃尔玛强大的管理能力；至于突然攀高的流动比率（例如 2000 年 Kmart 的数字），反而是通路业财务危机的警讯。

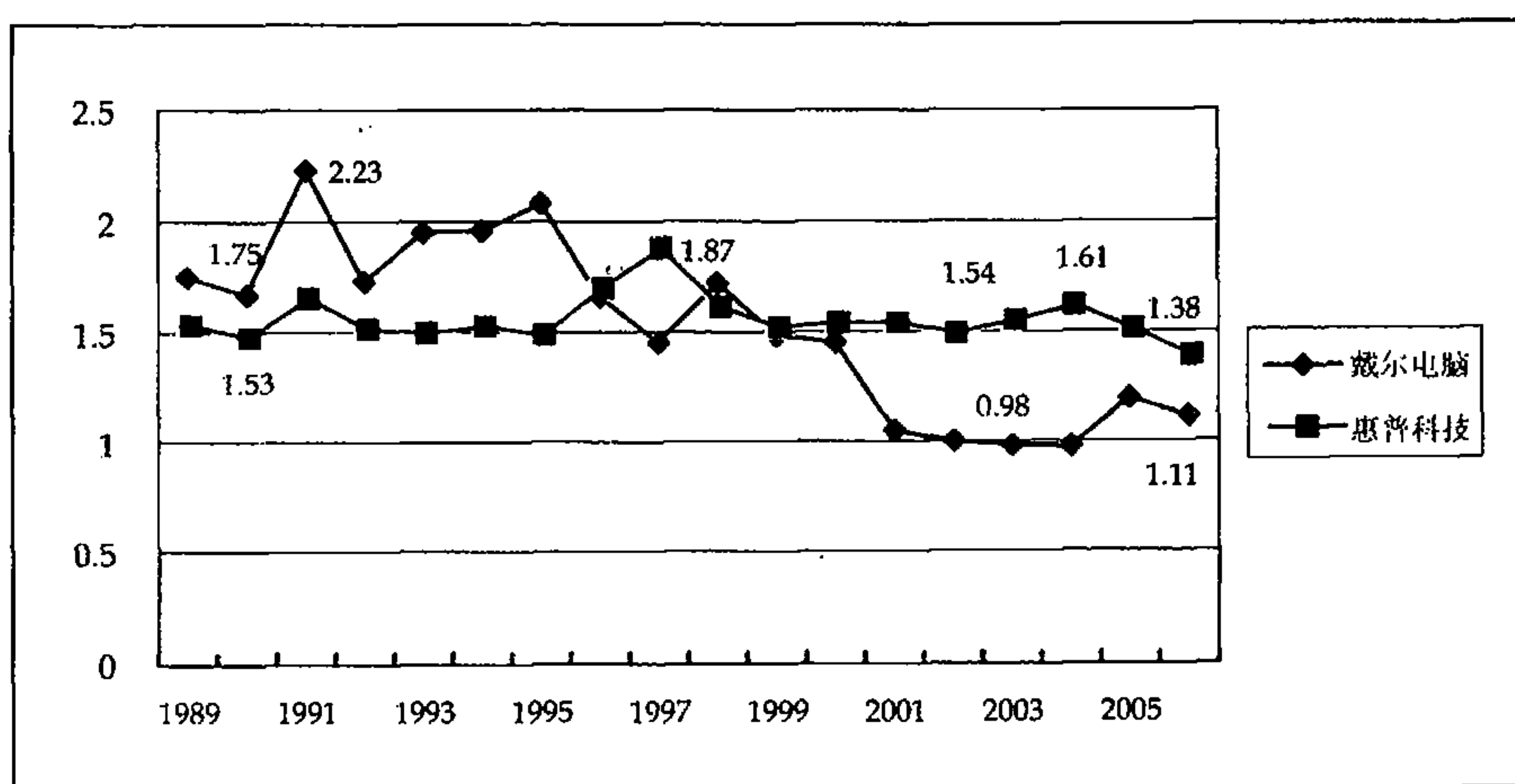
戴尔电脑的启示

苹果电脑的首席执行官乔布斯（Steve Jobs）曾说：“苹果和戴尔是个人电脑产业中少数能赚钱的公司。戴尔能赚钱是向沃尔玛看齐，苹果能赚钱则是靠着创新。” 乔布斯的评论极有见地，虽然戴尔电脑属于科技产业，它的营运模式却类似通路业者，因此戴尔与沃尔玛流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动比率的变化趋势十分相似（其他相似之处将在后面章节讨论）。例如戴尔 2000 年到 2006 年间流动比率维持在 0.98 到 1.4 之间（请参阅图 4–2）。对比之下，自 1990 年到 2006 年，惠普的流动比率则一直维持在 1.38 到 1.60 之间，在一般传统财务分析所认为的合理范围内。

图 4–2　　　　戴尔电脑和惠普科技的流动比率



戴尔向来以严格控制存货数量著称业界，它的平均付款时间由 2000 年的 58 天，延长到 2005 年的 73 天，和沃尔玛一样符合“快快收钱，慢慢付款”的模式，所以也造成流动比率逐年下降的现象。

传统商业思维是企业必须保持充裕的营运资金，因此要求流动比率起码在 1.5 至 2 之间。然而，沃尔玛和戴尔却告诉我们，他们能以“负”的营运资金有效率地推动如此庞大的企业体。

有关短期流动性的需求，企业可有“存量”和“流量”两种不同的对策。例如微软 2003 年的流动比率高达 4.2，它是用大量流动资产的“存量”（约 589 亿美元），来应对可能的现金周转问题。一般而言，这是最正统、最安全的方式。虽然沃尔玛与戴尔的流动比率目前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都小于 1，若进一步检视它们的现金流量表（请参阅第六章），读者会发现两者都有创造现金流量的强大能力，因此不会有流动性的问题。如果公司的流动比率很低，且创造现金流量的能力又不好，那么发生财务危机的机会就会大增。

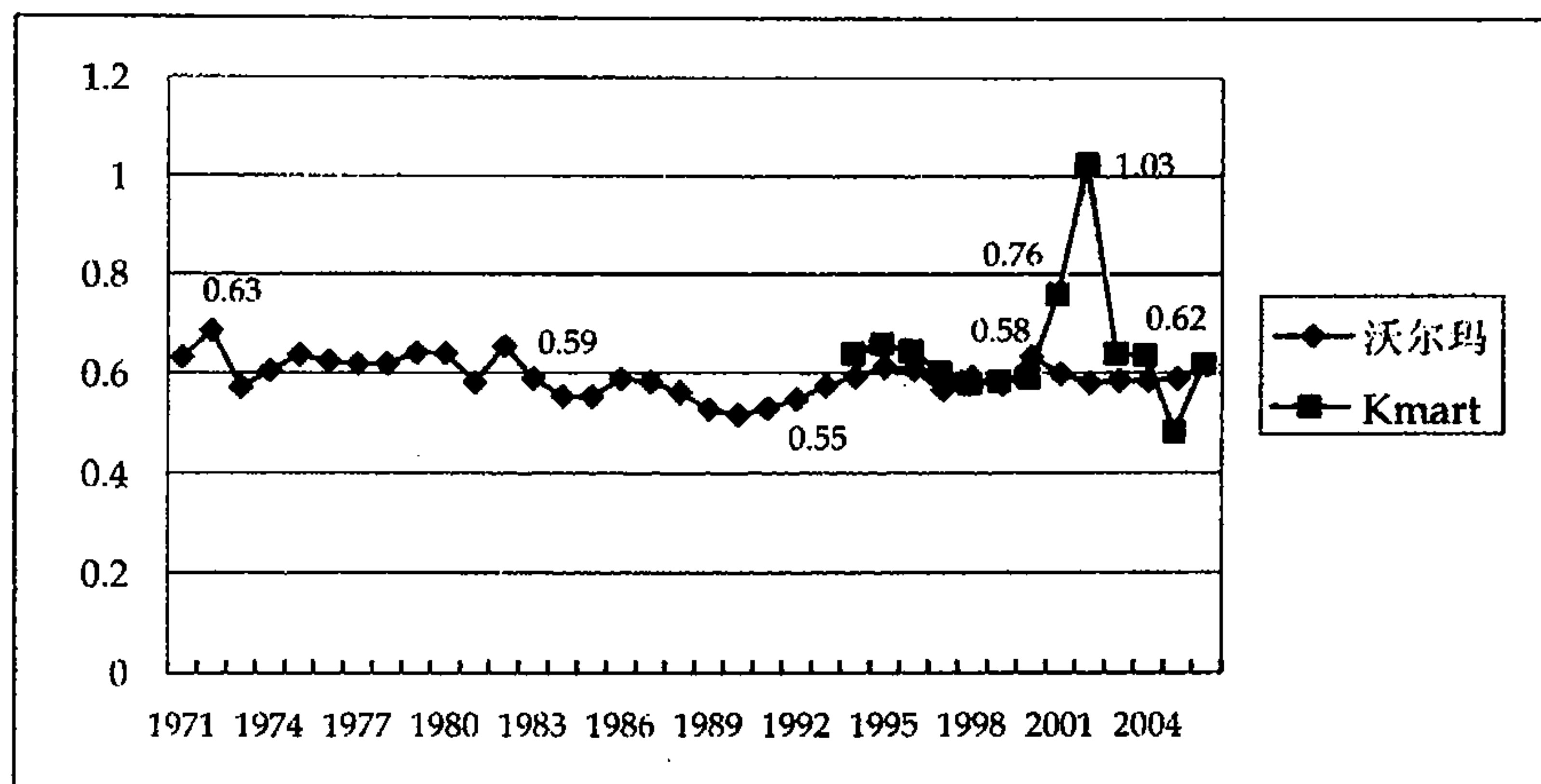
这个例子提醒我们一件事——**阅读财务报表必须有整体性，而且必须了解该公司的营运模式，不宜以单一财务数字或财务比率妄下结论。**沃尔玛与戴尔流动比率的相似性也让我们了解，即使是不同产业的公司，仍可以有类似的商业模式与财务比率；在通路业中，流动比率也能成为衡量营运相对竞争力的参考。

沃尔玛整体的负债比率

要了解企业整体的财务结构，我们可观察“**负债比率**”，也就是总负债除以总资产的比率。近年来，沃尔玛的负债比率渐趋于稳定，约略在 0.6（850.16 亿÷1381.19 亿）左右。另外，财务结构也可用负债除以所有者权益的比率来表示。根据会计等式（资产=负债+所有者权益），这些财务结构的比率都能互相转换。例如沃尔玛的负债除以总资产的比率为 0.6，则股东权益除以总资产的比率为 0.4，而负债除以股东权益的比率为 1.5（0.6÷0.4）。Kmart 在 20 世纪 90 年代的负债比率与沃尔玛类似，都在 0.6 左右。在 1999 年之后，Kmart 遭遇严重的财务问题，结果造成负债比率持续攀升。2002 年，Kmart 赔光了所有的股东权益，陷入负债大于资产的窘境，负债占资产比率上升到 1.03（请参阅图 4-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4-3　　沃尔玛与 Kmart 的总负债占总资产比



因营业活动及产业特性不同，企业的财务结构也会有很大的差异。例如银行业以吸收存款的方式，从事各项金融服务，因此负债比率非常高。以全球知名的花旗集团为例，它的负债比率在 2005 年时高达 92%，股东权益只占总资产的 8%左右。由于花旗集团资产风险相当分散，客户对花旗集团的信心坚定，背后又有美国存款保险制度的支持，不会发生存款客户同时要求提领现金的情况（就是所谓的“挤兑危机”），即使有如此高的负债比率，花旗集团也没有倒闭的危险。

另外，我们以中国建设银行为例来说明。虽然建设银行 2005 年负债比率高达 94%，然而近年来建设银行在资本充足率及不良贷款率方面的表现出色，优于其他国有商业银行。英国《银行家》杂志 2006 年 7 月刊公布了 2005 年世界 1000 强银行排名，中国建设银行的资本额列第 11 名。资本是银行实力的基础，建设银行在股改上市后资本实力获得改善，并在国内同业中处于领先地位。根据建设银行发布的 2005 年度业绩，截至 2005 年年底，建设银行资本达到人民币 2876 亿元，比 2004 年增长 48%；资本充足率达到 13.57%，提高 2.28%。这主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得益于首次公开发行股票（IPO）融入的726亿元的资金，以及建设银行自身获利能力的提高和对风险资产控制能力的增强。相对地，若是一般的制造业公司，负债比率这么高，恐怕早发生财务危机了。

刘教授提醒您

一般来说，观察一个公司财务结构是否健全，可由下列几个方向着手：

1. 和过去营业情况正常的财务结构相比，负债比率是否有明显恶化的现象。

2. 和同业相比，负债比率是否明显偏高。

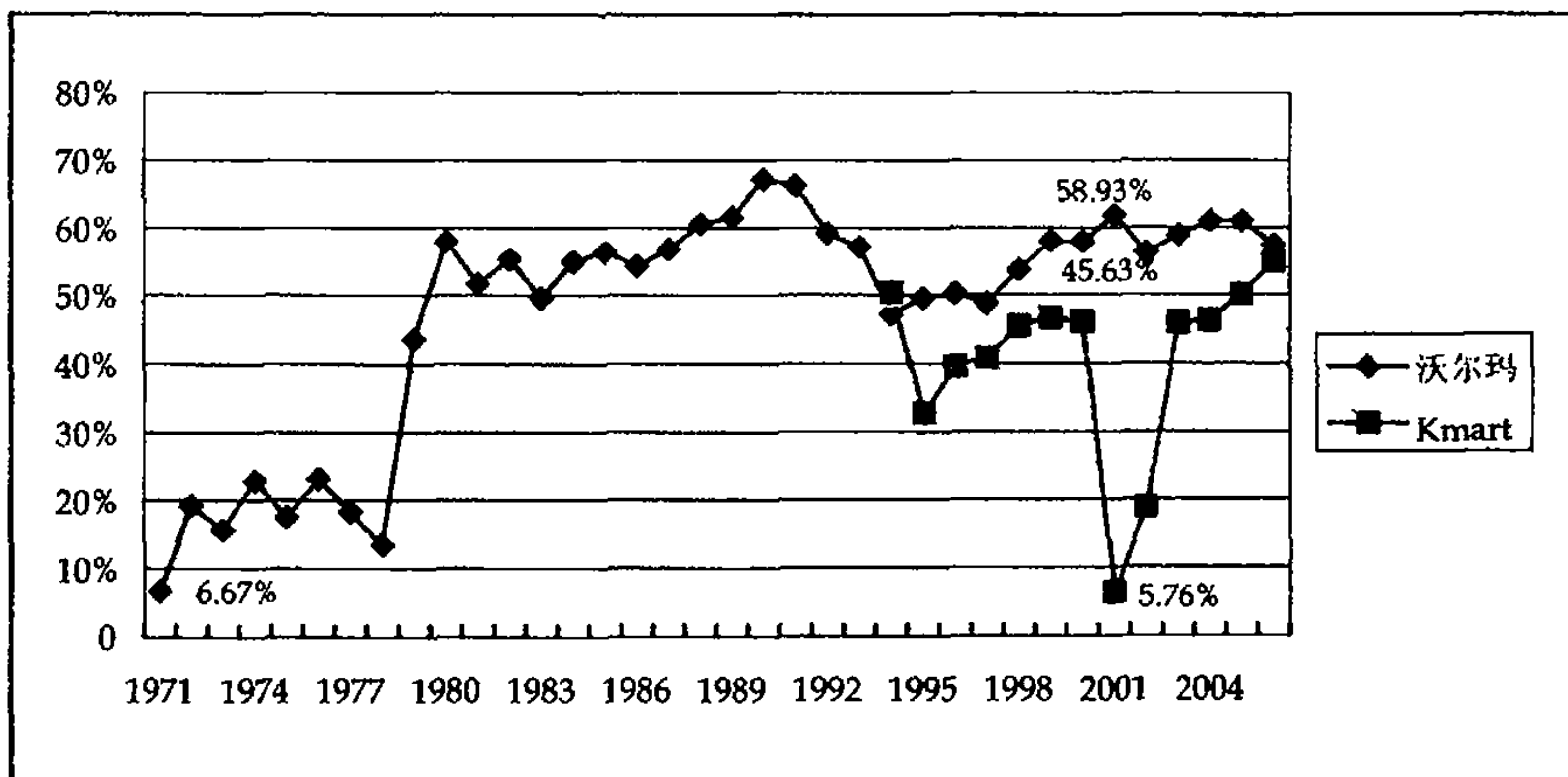
3. 观察现金流量表，在现有的财务结构下所造成的还本及利息支付负担，公司能否产生足够的现金流量作为应对。

由负债组成结构看风险与竞争力

除了观察沃尔玛的整体财务结构外，也应分析它的负债组成结构。20世纪70年代，沃尔玛流动负债占整体负债的比率约为20%，随着展店成功、营收快速增长，这个比率在80年代快速拉升至60%左右。这显示沃尔玛在维持总负债比率约60%的前提下，利用其“大者恒大”的议价优势及竞争力，压缩供货商资金，使它在负债中可以使用较多没有资金成本的流动负债。相对而言，自1990年起，Kmart流动负债占整体负债的比率一直低于沃尔玛，在45%左右。特别在Kmart出现财务危机后的2001年，这个比率突然降低到只有5.76%（请参阅图4-4），代表供货商担心可能倒账的风险，不愿以赊账方式出货给Kmart。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4-4　　沃尔玛与 Kmart 的流动负债占总负债比



至于戴尔的总负债比率高达 80%左右（请参阅图 4-5），乍看之下让人捏了把冷汗。对比之下，惠普的负债比率只有 50%左右，财务结构看来十分稳健。如果再进一步分析，2000 年后戴尔流动负债占总负债比率将近 85%（请参阅图 4-6），比沃尔玛还高。戴尔并不是债台高筑、财务脆弱，而是像沃尔玛一样，利用规模优势与经营效率，让往来供货商提供无息的营运资金。相对来看，惠普的流动负债占总负债比率，自 1995 年起几乎都低于戴尔。2006 年，惠普该比率是78%左右，比戴尔低了将近 6%。因此，检视戴尔的流动负债占总负债比率，可看出它商业营运模式的效率和竞争力。不过，对营运效率和竞争力不佳的公司来说，流动负债比率增加会提高经营风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 4-5　　惠普科技与戴尔电脑的总负债占总资产比

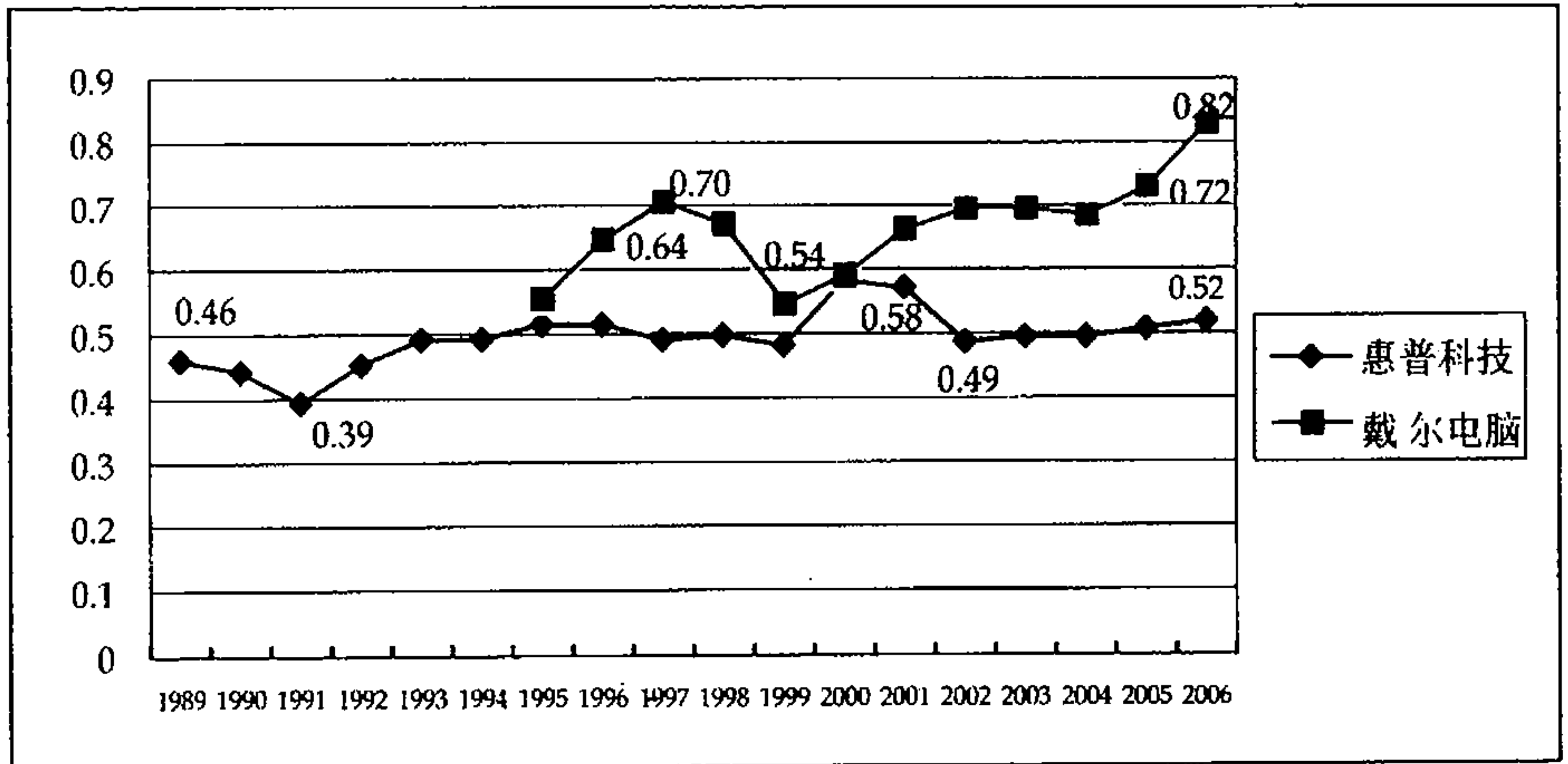
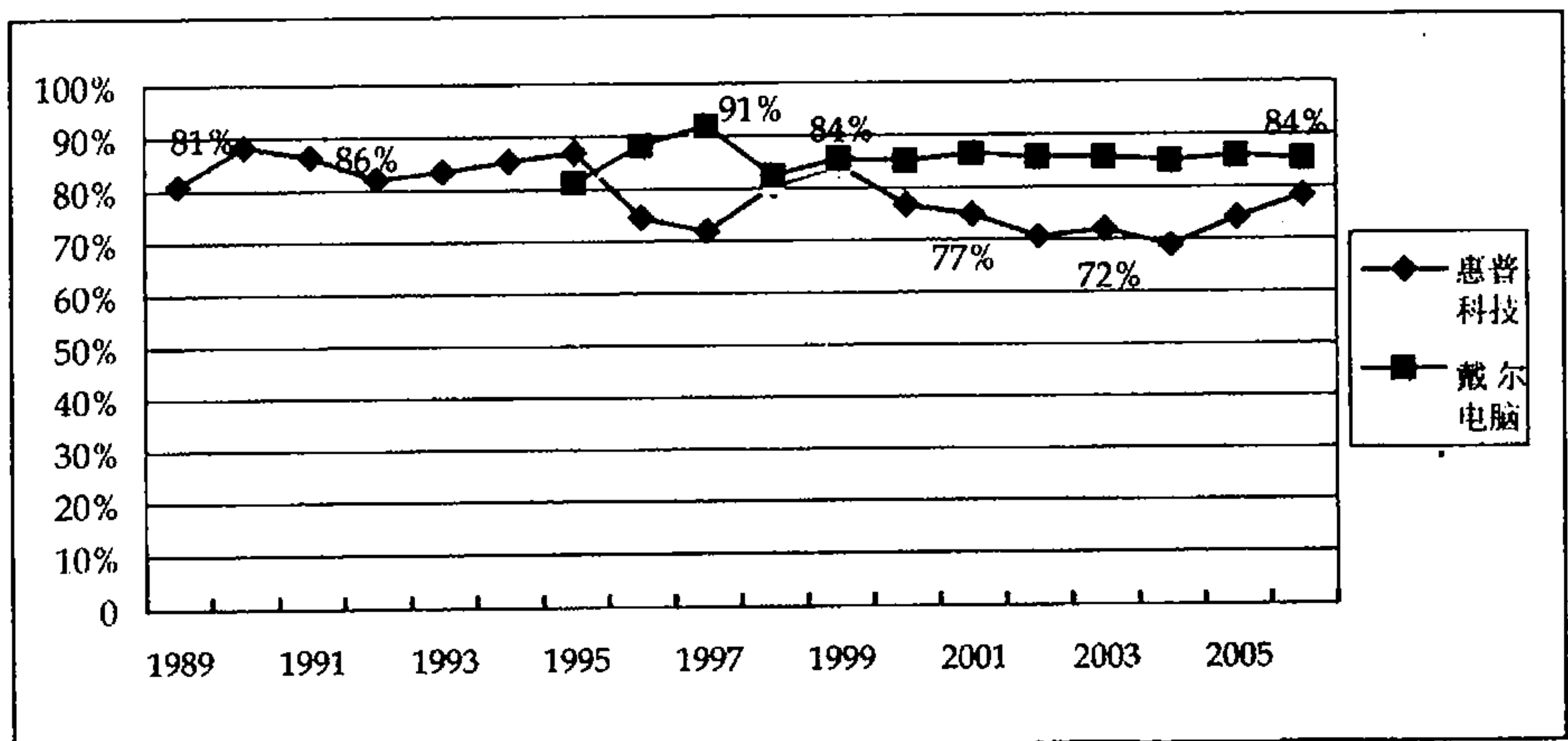


图 4-6　　惠普科技与戴尔电脑的流动负债占总负债比



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 别忘了其他重要资产议题

以下将进一步讨论无形资产的重要性（尤其是商誉）与沃尔玛财务报表中没有出现的其他重要资产项目。

无形资产的重要性

无形资产指的是类似专利、商标、著作权、商誉等没有实物形态的经济利益，本质上并不类似土地、厂房、设备等有形资产。以美国标准普尔 500（编者注：标准普尔 500 英文简写为 S&P 500，是记录美国 500 家上市公司的一个股票指数，具有采样面广、代表性强、精确度高、连续性好等特点，被普遍认为是一种理想的股票指数）的公司为例，自 1982 年到 1992 年间，无形资产的价值由市场价值的 38% 增加到 62%；相对地，这些公司的账面价值则由市场价值的 62%，下降到只有 38%，可见无形资产在经济体系中的重要性与日俱增。此外，近期的研究（Nakamura 2002）显示，美国每年投资于无形资产的金额，与投资在有形资产的投资总额相近，都接近 12 000 亿美元。

公司无形资产的总经济价值，可用它的**市场价值减去公司账面净值**（也就是所有者权益）进行初步衡量；而公司流通在外的每一股无形资产的经济价值，可用它的**每股股价减去每股账面净值来衡量**。当**每股股价跌破每股账面净值**，部分财务分析人员便视之为公司被低估的买进讯号。当然，如果资本市场经历特殊的利空事件（例如 SARS 危机），便可能造成这种特殊现象。若股价长期低于净值，对管理阶层是一个严重的警讯。它可能代表市场认为公司高估资产、低估负债，以至于有虚增每股净值之嫌。它也可能代表经营团队不仅没有创造“正”的无形资产，反而创造“负”的无形资产。例如资本市场可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户·零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能认为经营团队的能力不佳，会造成未来连年亏损。更糟的是，由于公司治理成效不彰、市场淘汰机制失效，使得没有竞争力的管理团队仍继续当家。因此股价长期低于净值，可能是反映资本市场对经理人“做不好，但又换不掉”的无奈。

商誉的形成与计算

在本章沃尔玛的资产负债表中（请参阅表 4–1），我们发现它在 2006 年约有 122 亿美元的商誉。商誉是并购行为中经常出现的无形资产，指的是企业收购价格超出重估后净资产的部分。表 4–2 即以刘邦公司的资产负债表为例，说明商誉的计算方法。

表 4–2　　刘邦公司资产负债表　　单位：万元

资产		负债	
现金	500		
存货	400	应付账款	200
应收账款	300	长期借款	600
设备净值	1000	股东权益	
	2200	股本	400
		溢价	100
		保留盈余	900
			2200

若刘邦公司与买主进行资产重估，同意存货价值应为 500 万元（即比账面增值 100 万），设备价值应为 1200 万元（即比账面增值 200 万），则该公司重估后的资产，应该反映存货与设备的总增值（300 万），即 2500 万元。至于刘邦公司重估后的净资产，则为重估后资产 2500 万元扣除负债 800 万元，价值 1700 万元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设购买刘邦公司的买主，只愿支付资产重估后的净资产，那么他只该出价 1700 万。若实际成交价格为 2600 万，显然买主在支付无形资产的代价，它的价值为 900 万（2600 万-1700 万），我们称这部分的差额为商誉。商誉既然是资产，价值也会随时间递减。根据企业会计准则，企业必须每年检视商誉的经济价值是否已经减损。依然有价值的商誉，可在不超过 40 年的限制下，逐年摊提为营业费用。

商誉在资产负债表的比重日益增加，表 4-3 列出了美国 2005 年在资产负债表列示大量商誉的著名公司，提供读者参考。

表 4-3　　2005 年美国列示大量商誉的著名公司

公司名称	商誉价值（亿美元）	占股东权益的比率（%）
美国在线（AOL Time Warner）	404.58	64.5
通用电气（GE）	696.11	59
美国电话电报（AT&T）	140.55	25.7
伯克希尔-哈撒韦（Berkshire Hathaway）	226.93	24.8

长期股权投资

部分企业进行金额庞大的投资活动，反映在资产负债表上，是一个叫“长期股权投资”的会计科目。

我们在观察企业的财务报表时，常会看到“合并报表”和“母公司报表”并列的情况，合并会计报表是将母公司能够控制的被投资企业（即所有持股超过 50%的子公司）纳入合并范围编制的报表。例如前面举例的沃尔玛合并资产负债表，它所列的资产和负债是沃尔玛和它所有子公司合起来的数字，从合并报表我们更能够看出整个公司集

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团的营运状况和经营绩效。

我们在看这两种报表时要注意到，“合并报表”是“母公司报表”加“子公司报表”的概念，所以像现金、固定资产或银行借款，这些项目是所有公司合起来所持有的金额。但是“长期股权投资”这个会计科目比较特别，当母公司投资子公司的时候是列在长期股权投资里头，若是以合并的公司来看，母公司和子公司都是合并公司的一部分了，所以母公司对子公司的长期股权投资金额会在编制的过程中消除。

我们现在以五粮液 2005 年的资产负债表为例子（请参阅表 4-4，已经过简化）。母公司是宜宾五粮液股份有限公司，它的长期股权投资金额约为 65 亿元人民币，约占总资产的 81%，显然五粮液比较类似控股公司，而不是单纯的制酒公司。五粮液转投资的子公司，则分别从事原材料供应、酒类生产及销售等业务，都是与制酒相关的，因此从它的合并财务报表可以发现，“长期股权投资”这个会计科目的金额占总资产还不到 1%，这就是在合并的观点下，已经不会显示母公司投资子公司的情况，因为它们都是合并公司的一部分，这时候合并报表上长期股权投资的金额，是五粮液集团对它没有控制力的公司所做的投资的金额。

如果我们对制酒产业有一定程度的了解，也就能对其庞大的长期股权投资的风险有一定的掌握；相对地，如果企业长期股权投资的标的物与本业无关，或是投资在风险较高的产业导致亏损连连，将对公司造成重大风险，必须进行资产减值的承认（第八章将进一步说明）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4-4　宜宾五粮液股份有限公司资产负债表　单位：千元人民币

12 月 31 日	2005				2004			
	合并		母公司		合并		母公司	
资产								
流动资产								
货币资金	1 971 068	21%	4270	0	882 625	10%	4312	0
应收账款及票据	567 966	6%	–	0	683 957	8%	–	0
存货	1 449 461	15%	–	0	1 375 515	16%	–	0
预付费用及其他资产	124 275	1%	1 435 539	18%	27 444	0	1 369 131	19%
总流动资产	4 112 770	43%	1 439 809	18%	2 969 541	34%	1 373 443	19%
长期股权投资	27 220	0	6 495 484	81%	3427	0	5 690 826	78%
固定资产	7 481 682	78%	96 897	1%	7 367 115	84%	190 385	3%
减 累计折旧	2 073 139	22%	41 437	1%	1 596 795	18%	36 637	1%
固定资产净额	5 408 543	56%	55 460	1%	5 770 320	65%	153 748	2%
无形资产	65 660	1%	58 135	1%	67 246	1%	59 486	1%
资产总计	9 614 093	100%	8 048 888	100%	8 810 534	100%	7 277 503	100%
负债与股东权益								
流动负债								
应付账款	65 058	1%	–	0	35 959	0	–	0
预收账款	296 621	3%	–	0	564 445	6%	–	0
预计负债	429 312	4%	399 102	5%	391 149	4%	417 115	6%
应交税金	1 434 633	15%	273 504	3%	1 229 519	14%	282 543	4%
总流动负债	2 225 624	23%	672 606	8%	2 221 072	25%	699 658	10%
长期负债	2500	0	–	0	2500	0	–	0
少数股东权益	27 734	0	–	0	20 075	0	–	0
股东权益								
股本	2 711 405	28%	2 711 405	34%	2 711 405	31%	2 711 405	37%
资本公积	953 203	10%	953 203	12%	953 203	11%	953 203	13%
盈余公积	1 421 686	15%	874 741	11%	1187 373	13%	754 975	10%
未分配利润	2 271 941	24%	2 836 933	35%	1 714 906	19%	2 158 262	30%
股东权益合计	7 358 235	77%	7 376 282	92%	6 566 887	75%	6 577 845	90%
总负债与股东权益总计	9 614 093	100%	8 048 888	100%	8 810 534	100%	7 277 503	100%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 别忘了其他重要负债议题

或有负债

除了沃尔玛资产负债表所具备的项目外，“或有负债”（contingency liability）是另一个重要的负债项目，值得进一步说明。或有负债指的是企业可能发生的负债，但随着事件发展，该负债也可能不会发生。例如20世纪90年代初期微软刚推出视窗（windows）3.0版本时，苹果电脑曾对它提出侵权诉讼，因为视窗的外表样貌与使用方式，实在太像苹果的麦金塔（Mac）操作系统。如果苹果胜诉，微软不仅要付出大笔赔偿金（约30亿美元），对发展视窗操作系统的事业也会产生致命的影响。当时有关软件的侵权官司案例不多，法官如何判决有相当大的不确定性。对微软而言，它即是一项可能发生的或有负债。如果微软认为该诉讼案败诉的几率很低，那么它可以只在财务报表附注披批露此事。如果随后法院有不利的判决，微软则应该估计该负债的金额，并将它正式放入负债项目中。后来法官判处苹果电脑败诉，理由是软件的外表样貌不能列为专利保护，除非苹果能够证明它的程序代码被抄袭，因此该诉讼案并未正式影响微软的财务报表。

2004年最受人瞩目的或有负债，应该是默克（Merck）药厂9月3日突然宣布回收畅销止痛药Vioxx的决定。Vioxx每年的营业额高达25亿美元，是默克药厂的摇钱树。但是默克药厂的研发部门发现，长期服用Vioxx会使心脏病发作的几率增加数倍。这个消息一经公布，资本市场极度恐慌，在一个交易日内，默克股价跌掉26.7%，相当于270亿美元的市值。这种恐慌不是没有根据的，根据2004年10月份美国权威医学杂志《新英格兰医学论丛》统计，全美大约有2,000万人服用过这种止痛药，未来几年可能出现的民事赔偿案件及金额恐怕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难以估计。这个或有负债的重点并不是“要不要赔偿”（不可能不赔！），而是何时可以合理地估计“可能的总赔偿金额”。目前默克药厂仍在估计中，尚未作出定论。

>> 中国大陆公司资产负债表介绍——五粮液

在中国大陆白酒市场，五粮液在经营和品牌的表现是数一数二的，现在让我们借由它的资产负债表进一步认识大陆的财务报表。

五粮液 1998 年在深圳证券交易所上市，它的会计报表是依照中国大陆《企业会计制度》所编制，以人民币为记账本位币。

五粮液 2005 年的合并资产负债表（已经过简化，请参阅表 4-4），会计年度自 1 月 1 日至 12 月 31 日，我们可以看到它的格式和先前介绍的沃尔玛的资产负债表是很相似的，依照资产及负债的流动性由高到低依序来列出。在这里我们可以注意到固定资产这一个科目，由于土地国有化的政策，在中国大陆的会计报表里头，固定资产项目下没有“土地”这个项目，企业承租的“土地使用权”是作为“无形资产”的科目，这也是中国大陆会计报表和前面介绍的沃尔玛的资产负债表一个很大的不同。

会计报表除了因为不同的国家法令规定有不同的呈现外，不同的产业特性也会有不同的解读。例如在观察存货的时候，高科技公司的存货常要特别注意跌价的问题。多数的科技产品推陈出新的速度非常快，只要一有新的产品上市，就需要考虑旧规格产品的跌价状况。虽然五粮液的存货占总资产的 15%，但由于五粮液是从事酒类生产的公司，它的存货项目自然多是制酒的原材料、半成品及成品，酒类产品的保存期限通常较长，存货跌价的状况不像高科技公司这么严重。五粮液的存货跌价除了仅针对少数特定品牌提列外，由于品牌建立造成包装的更新替换，所以多是对包装物等附属产品提列跌价准备。另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外，固定资产项目里主要是兴建的窖池、锅炉生产线及供水设备。从下表中我们可以发现五粮液的固定资产净额就占了全公司资产的56%，可以说是将大笔的资金都作为构建固定资产之用。针对这样的产业特性，读者应该注意庞大的固定资产未来能不能带来丰富的收益增长。我们还要去思考，新建的窖池是要酿造哪一类的酒，是不是可以酿造出符合标准的高档类酒？因为高档类酒和低档类酒的利润相差很大。另外高档类酒多要经过长时间的培育期，规模扩张的同时，收益能不能马上实现呢？这些都是我们在看五粮液的固定资产的时候，可以一起来思考的问题。

就五粮液的负债项目而言，在流动负债中，预收账款的减少通常是因为企业出货的速度加快，或者是经销商预付的购货款减少；应付账款的增加则多来自于对厂商货款支付时间的延长，或者是采购的时点较晚，以致在期末尚未支付。而公司负债结构的选择，往往表现出它的经营性格。举例来说，五粮液的负债项目里几乎都是流动负债，从1999年至今，五粮液长期负债占总负债的比率未曾超过2%，2005年长期负债更仅占总负债的0.03%，整个负债只占资产的23%，显示五粮液的资金来源主要是来自股东投入（77%）而非银行借贷；另外五粮液每年营收维持稳定的增长，故利用销售商品等经营活动所获得的现金流量，来应对购买固定资产所需要的资本支出。这些都是我们在观察五粮液的财务报表时可以发现的企业特性。

>> 面对真实的资产及负债状况

经理人及投资人最重要的训练之一，就是“面对现实”，而资产负债表便是修炼这项功夫的基本工具。在资产方面，目前海内外的投资人及证券主管机关，都十分重视“**资产减值**”（asset impairment）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题。简单地说，就是担心经理人不愿承认部分资产已没有价值，因为这样的会计承认动作，往往代表公司当期必须提列巨额损失，影响经理人的绩效。至于负债方面，最令人担心的是：经理人刻意将部分负债项目转变成“**隐藏性负债**”（hidden liability），使投资人看不到这些负债对公司可能造成的杀伤力。我们将在第八章《踏在磐石而不是流沙上》及第九章《管理而不是盈余管理》中，深入讨论这些重要课题。

经由本章相关的讨论，通过沃尔玛和五粮液的例子，我们除了认识资产负债表的科目、了解它的基本概念外，我们还能从中发现：**在传统的财务比率背后，其实吐露着重要的竞争力讯息。**就流动比率而言，它不只是公司能否支付流动负债的指标，对沃尔玛及戴尔来说，它更是其商业模式的缩影。沃尔玛和戴尔在上市后各花了30年及15年，才磨炼出以“负”的营运资金（流动比率小于1），经营庞大企业体的能耐，可见竞争力的培养必须靠经年累月长期的锻炼。最后，提醒读者千万不要误会，以为笔者鼓吹企业保持低水位的流动比率。毕竟这样的数字有行业特性差异，也只有顶尖的企业才有能力与信心，以超级强力的现金流量（请参阅第六章）弥补流动资产存量过低的风险。

参考资料

* Nakamura, Leonard, 2002, “*Intangible Investment: Barely Visible, Highly Significant.*” Business Review (Federal Reserve Bank of Philadelphia), Spring.

* 《商业周刊》第888期，2004年11月29日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 创造像刘翔般顶尖的跨栏成绩——利润表的原理与应用

全球畅销经管书《执行》的作者拉姆·查兰，在2004年出版的著作《增长力》中疾呼“持续赢利，人人有责”，而且认为经理人对业绩也应该有“积少成多，稳健增长”的务实想法。

谈到如何设定目标，逐步提升绩效，最后达到卓越的地步，恐怕没有人比110米栏顶尖选手刘翔更在行。

1998年，刘翔刚进入孙海平指导的田径队时只有15岁，是队里年龄最小的一个。在田径赛场，刘翔第一个目标是超越同队的师兄沈真声（曾获得1998年世界中学生运动会110米栏冠军）。在2000年的全国田径大奖赛南京站，刘翔实现了这个目标——他跑了14秒06，获得第二名，而沈真声是14秒27。接着，他把目标提升到同队的大师兄，当时连续6年称霸亚洲的“跨栏王”陈雁浩。2001年4月，在全国田径大奖赛宁波站，刘翔又向前跨了一大步——他以13秒45超越了陈雁浩的13秒47，获得了冠军。

终于，刘翔开始把目光移到他的偶像——美国选手阿兰·约翰逊（Allen Johnson）身上。在跨栏世界中，约翰逊是不折不扣的王者。在110米栏20个低于13秒的成绩中，有9个是他创造的。整个2003年，刘翔和约翰逊大大小小交手了10次，结果是全军覆没，没有取得一场胜利。但，刘翔苦等的那一天终于来了。2004年5月8日，在日本大阪举行的国际田径大奖赛中，刘翔以13秒06的成绩第一次面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对面地战胜了约翰逊。这种持续超越卓越对手的执行力，让刘翔怀抱着无穷的信心参加了2004年的雅典奥运会，并在8月27日以12秒91的成绩打破大会纪录，成为获得110米栏奥运金牌的亚洲第一人。2006年7月12日，刘翔更在瑞士洛桑田径超级大赛中以12秒88的成绩打破了沉睡13年之久的12秒91的110米栏世界纪录。

在我们为刘翔逐步地把自己推到世界顶级高手的绩效喝彩时，也应该佩服老将约翰逊的持续力。已经35岁的约翰逊，2006年创造了竞赛生涯的第二个高峰。他在该年的雅典世界杯田径赛中击败刘翔赢得冠军，并跑出10年来最好的成绩12秒96。在2006年11月的美国《田径》杂志的封面专访中，约翰逊表示："在雅典的国际田径赛中，我一直想击败刘翔……他是世界纪录的保持者，是世界上最好的，我总想击败世界最好的对手，最后我做到了。"约翰逊认为旺盛的斗志与精确的跨栏技巧，是他能够克服年龄障碍，持续与刘翔拼斗的本钱。

如果一个企业的营收和获利，能像刘翔及约翰逊百米栏的成绩一样，保持高度的稳定性与持续性，我们就说它拥有高的"盈余品质"，而**"盈余品质"就是竞争力最具体的展现**。

2001年，在遭遇9·11恐怖袭击事件后，美国航空业是受害最深的传统"惨"业。当时全世界最大的航空公司——美国航空（American Airline）——立刻陷入巨额亏损；而经营绩效最卓越的西南航空（Southwest Airline），虽然也出现获利衰退，但至少仍持续赚钱（请参阅表5-1）。这个例子告诉我们，身为经理人，即使遭遇外在不可抗拒的重大变故，也仍需交出具有稳定性的成绩单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-1　　西南航空和美国航空的营收与净利比较　　单位：亿美元

	西南航空						美国航空					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2000	2001	2002	2003	2004	2005
营收	54.7	55.6	53.4	57.4	62.8	72.8	163.8	189.7	174.2	174.4	186.5	207.1
净利	6	5.1	2.4	4.4	3.13	4.84	8.1	亏损 17.6	亏损 35.1	亏损 12.3	亏损 7.6	亏损 8.6

在资本市场中，投资人就像《新约圣经·马太福音》里的主人(请参阅第二章)，必须有效率地分配有限的资金。但是想要正确地分辨“善仆”与“恶仆”，则需要正确的绩效评估工具，而利润表最主要目的就是提供绩效评估的功能。

本章首先介绍利润表（也称损益表）的基本原理和概念，其次以沃尔玛公司 2006 年的利润表为范例，说明常见会计科目的定义。接下来，笔者以沃尔玛相对于 Kmart、戴尔相对于惠普的部分财务比率，说明利润表与竞争力衡量的关系。最后，本章以苏宁电器股份有限公司为例子，介绍中国大陆财务报表中的利润表的特性，并补充部分重要的、但未出现在沃尔玛利润表中的项目。

>> 搞懂利润表的基本武功原理

利润表的目的在于衡量企业经营究竟有“净利”，还是有“净损”。净利是指特定期间内经济实体财富（wealth）的增加；净损则是指特定期间内经济实体财富的减少。

请思考下列例子：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刘邦公司于2006年1月1日买进建筑物一笔，共花费2亿元；2006年12月31日时，根据不动产鉴价的结果，该笔建筑物的市场价值约为3亿元。试问2006年刘邦公司是否有净利？

这个问题可以从两种角度思考：

1. 从经济学的角度来看，刘邦公司的确有净利。由于刘邦公司买进的建筑物市值由2亿元增加到3亿元，因此2006年的净利（财富的增加）为1亿元。

2. 从会计学的角度来看，刘邦公司并无净利，因为该建筑物并未出售，没有客观证据显示财富增加1亿元。

这两种观点各有支持者，其中最大的分歧点在于：经济学重视市场状况表达，不特别关心衡量误差；相对地，会计学着重客观性，希望避免因为主观评估市价造成可能的衡量误差与人为扭曲。那么，应该如何具体地计算净利所代表的“财富增加”呢？

净利的操作型定义：**净利=收入−费用**

因承认时点的不同，为衡量企业的收入及费用，会计学发展出两套不同的方法，一种叫“现金基础”（cash basis），另一种叫“应计基础”（accrual basis）。

（编者注：“收入”和“费用”在此处都是宽泛的概念，前者泛指和主要业务相关的收入，后者则泛指为实现收入而产生的成本和费用。请勿与会计科目的定义混淆。）

现金基础

在现金基础下，收入及费用的定义如下：

- **收入**：当营业活动收到现金时承认收入，例如收取顾客货款时。
- **费用**：当营业活动支付现金时承认费用，例如支付供应商货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款时。

释例：

2006年9月1日，刘邦公司进货一批，计5亿元。

2006年12月1日，刘邦公司赊售该货品给客户，计6亿元。

2007年1月15日，刘邦公司向客户收取货款，计6亿元。

在现金基础下，刘邦公司2006年净损5亿元。因为2006年刘邦公司尚未收到现金，所以收入为0；而同年刘邦公司有5亿现金的进货支出，所以费用是5亿元。相对地，刘邦公司2007年的净利则为6亿元。刘邦公司2007年回收应收账款，在现金基础下，收入为6亿元；由于当年没有任何现金支出，所以费用为0。刘邦公司的净利因现金出账及入账时点的落差，产生了2006年亏损5亿元、2007年却大赚6亿元的巨幅变动。由此可知，以现金基础作为绩效评估的合理性让人质疑。

再者，现金基础下的净利也容易受到人为操纵的影响。例如，经理人可以要求顾客应在次年1月1日偿还的款项，提前在当年12月31日支付；或要求供应商应在年底支付的货款，改在次年1月1日才支付。如果是心怀不轨的经理人，年底时利用提早一天收款、延迟一天付款的手法做账，那么在现金基础下，获利数字就会暴增，失去了绩效评估的价值。

应计基础

鉴于现金基础的限制，在应计基础下，是把公司绩效评估的重心放在经济事件是否发生上，而不管现金收取或支出的时点。

在应计基础下，收入及费用的定义如下：

- 收入：当营业活动造成所有者权益增加时，承认有收入，例如在提供顾客货品或服务之后。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• **费用**：当营业活动造成所有者权益减少时，承认有费用，例如承认货品的销售成本。

但是，在应计基础下，承认收入或费用时，公司不一定有现金的流入或流出。

释例：

2007年1月15日，刘秀航空公司收到顾客购买往返美国的机票款5万元，该名顾客预定同年3月1日启程赴美。在1月15日时，试问这笔机票款可否算是刘秀航空公司的收入？

答案：否

在现金基础下，航空公司应承认5万元为收入，因为航空公司已取得现金。然而，在应计基础下，航空公司不应承认5万元为收入。

在应计基础下，要承认收入必须满足两大条件：

1. **赚得**（earned）：公司的货物已经送达或服务已经提供，则公司"赚得"这笔收入。

2. **实现**（realized）：提供顾客的货物或服务，公司预期能收回现金，这笔收入才算是"实现"。

在这个例子中，由于刘秀航空公司尚未提供顾客飞航服务，并不符合"赚得"原则，因此公司收取的5万元还不能算是收入，反而应承认为负债（属于顾客的预付款项目）。

类似的例子十分常见，例如加盟店开张营业前支付总公司的加盟金（upfront fee），不能算是总公司的收入，因为总公司尚未提供加盟店相关服务。同理，健身俱乐部收取会员的预缴会费（一次可能长达3年至5年），也不能视为收入。这些项目应该视为"**未实现收入**"（unearned revenue），属于负债性质。只有在提供货物或服务给顾客后，公司才能正式承认收入。

了解"赚得"原则后，我们再来看看"实现"原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

释例：

刘备建设公司为顾客进行的修缮工程在2007年1月15日已经完成，工程款为2000万元。该顾客不久前宣布破产，试问刘备建设公司能否承认这2000万元为收入？

答案：否

由于刘备建设公司已提供修缮服务，因此符合“赚得”原则。然而，该顾客已经宣布破产，显示公司的现金回收有重大疑虑，不符合“实现”原则。因此，这笔2000万元的工程款，不能承认为刘备建设公司2007年的收入。

与刘备建设公司工程款事件类似的，还包括下列情形：对财务状况正常的顾客，银行会按月或按季承认利息收入，尽管此时顾客可能尚未缴纳现金；对财务发生困难的顾客，银行则必须等待实际缴纳利息后，才能承认利息收入。

释例：

由于我国台湾地区的全民健康保险从1998年以来年年亏损，在2002年，相关部门针对是否同意“健保局”调涨费率产生激辩。某委员拿着“健保局”的财务报表作出以下评论：由资产负债表来看，“健保局”有超过新台币600亿元的应收保费，其中台北和高雄大概就占了欠费的一半。这位委员强调，如果“健保局”加强催收这些积欠的应收款，只要回收10%，就能产生60亿的保费收入，对减少健保财务赤字有很大的帮助。试问这位委员的推论是否正确？

答案：不正确

我曾将这位委员的论点叙述给不少人听，大多数的人都觉得很正确，可见需要读这本入门书的人应该不少。事实上，这位委员的看法似是而非，显然没搞清楚会计学的基本原理。“健保局”的利润表采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用应计基础，当“健保局”承认保险收入时，并不需要收到保费的现金，就可将之列入应收保费（类似企业的应收账款）。当被保险人归还欠款时，“健保局”的现金增加，而应收保费减少，纯粹只是资产的一增一减，保险收入并不受影响。

举例来说，若民众 A 应缴纳健保费 1000 元，不论他缴费与否，健保收入都增加了 1000 元，因为：民众 A 未缴纳 1000 元前，健保应收保费会增加 1000 元；A 君缴纳健保费 1000 元后，健保现金增加 1000 元，而应收保费减少 1000 元。由于之前已承认健保收入 1000 元，欠款回收的 1000 元不会再增加健保收入。因此，如果催收健保欠款的努力成功，只能增加“健保局”的现金，使“健保局”不必为支付各医院及诊所的医疗费用而向金融机构借款，却无法真正改善健保收入，进而避免调高费率。

讨论完承认收入的两大原则后，我们转向在应计基础下承认费用时最重要的“**配比原则**”（matching concept）。配比原则的意义是：对于特定期间内与收入相关的费用，必须跟着收入在同一期间承认，才能提高净利作为绩效评估的合理性。我们继续利用前面讨论现金基础的例子，说明应计基础的特色。

释例：

2006 年 9 月 1 日，刘邦公司进货一批，计 5 亿元。

2006 年 12 月 1 日，刘邦公司赊售该货品给客户，计 6 亿元。

2007 年 1 月 15 日，刘邦公司收取货款，计 6 亿元。

在应计基础下，刘邦公司 2006 年的净利为 1 亿元（6 亿-5 亿）。刘邦公司在 2006 年尚未收到现金，但是货物已交付给客户，因此可以承认收入为 6 亿元。根据配比原则，进货的 5 亿元货款与创造这笔收入直接相关，应该在承认收入的同一期间（即 2006 年）认列。

相对地，刘邦公司 2007 年的净利为 0。虽然刘邦公司 2007 年收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取现金6亿元，但在应计基础下，收入及费用皆为0。这笔收款交易所产生的影响，纯粹只是减少该公司的应收账款，增加公司的现金，并不涉及营业活动对所有者权益的增减。由于净利不因现金出账及入账的时点造成扭曲，应计基础下的获利合理性较高，更适合作为绩效评估的根据。

然而，不管使用现金基础还是应计基础，刘邦公司在2006年及2007年的总获利都是1亿元，只是年度间获利的分配不同。在应计基础下，2006年的净利为1亿元，2007年的净利为0，数字较为合理。而现金基础受到现金进出时点的影响，形成2006年亏5亿元、2007年赚6亿元的不合理波动。这个例子也显示，不管是现金基础还是应计基础，造成的获利差别都是暂时性的。也就是说，不论如何衡量绩效，这些财务报表的数字长期终会趋于一致。不过，因企业组织与资本市场通常按季或按年来评估经营绩效，企业获利的时间差异受到相当的重视。高于预期或低于预期的获利数字，往往会带来股价波动、银行融资的有无、经理人职位的升迁或罢黜等后果。

在决定企业净利时，配比原则被非常广泛地应用。以银行放款为例，银行虽不确定哪个客户未来会倒账，但仍需根据历史经验与对未来经济情况的估计，在当期提高某个比例的坏账费用，不能等到确定倒账的对象和金额后，才承认坏账费用。坏账费用必须与当期银行利息收入一起配比认列，才能反映它是银行当期的营业成本。同理，一个汽车公司必须在新车销售时，同时预估未来可能发生的汽车维修保修费用（warranty expense），不能等到未来实际发生维修支出时才承认费用；企业提列退休金费用也必须在员工服务期间，不能等到未来实际支付退休金时才承认。由于这些费用都是预估金额，不仅可能发生衡量误差，而且也存在很大的人为操纵空间。

此外，有些资产是用来支援整体的生产或营业活动的，无法特别与某一笔交易联结在一起。第四章讲到过折旧，本章将介绍折旧的计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

算方法。例如某台机器的取得成本为5500万元，使用10年后的残值为500万元。如果公司使用最常见的“年限平均法”（straight-line depreciation），则该公司每年的折旧费用可计算如下：

(5500万-500万)÷10年=500万/年

为了表达资产账面价值会随时间而下降，会计学创造出“累计折旧”科目，作为资产的减项。例如使用该机器的第一年年底，累计折旧等于当年的折旧费用500万，年底机器的账面净值为5000万(5500万-500万)。第二年的折旧费用仍是500万，累计折旧则增加到1000万，机器的账面净值在年底为4500万（5500万-1000万），依此类推。

- **利得与损失**（gains and losses）：指会计期间因与企业主要业务无关的交易或事件发生，造成所有者权益的增加或减少（例如处置一块闲置土地所产生的利益或损失），这些利得或损失通常是一次性而不是持续性的。在查看利润表时，分析的重点在于持续性的净利，而不是暂时性或一次性的获利。

>> 看看世界第一商家沃尔玛的利润表

具备了会计的基础知识后，让我们进一步检视沃尔玛的利润表。

利润表的最基本概念是“会计期间”（accounting period）惯例。由上一章分析我们可以得知，沃尔玛的会计年度即为当年的2月1日到次年的1月31日。

以下依沃尔玛利润表各会计科目出现的顺序，提供简单的介绍(请参阅表5-2)：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-2　　沃尔玛合并利润表　　单位：百万美元

会计期间终止日：1 月 31 日	2006		2005	
收入				
净销售	312 427	99%	285 222	99%
其他收入	3227	1%	2910	1%
收入总计	315 654	100%	288 132	100%
成本与费用				
销售成本	240 391	76%	219 793	76%
营运、销售与管理费用	56 733	18%	51 248	18%
营业利润	18 530	5.9%	17 091	5.9%
利息费用	1172	0.37%	934	0.32%
所得税费用	5803	1.8%	5 589	1.9%
少数股东损益	(324)	0.1%	(249)	0.09%
继续经营部门净利	11 231	3.6%	10 267	3.6%
停业部门净利	0	0	0	0
净利润	11 231	3.6%	10 267	3.6%
每股收益				
每股收益	$2.68		$2.41	
平均在外流通数量	4183		4259	
每股现金股利	$0.60		$0.52	

编者注：

1.上表中加“$”符号表示此处数字的单位是美元，而非百万美元。

2. 加括号的数字表示负数或者减项，全书皆同。为保留财务报表的原汁原味，其中的负数形式，中国大陆上市公司用负号“-”，其他地区上市公司则用括号表示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入（revenues）

一般指企业营业活动所提供的劳务或商品收入。沃尔玛主要的营业活动是销售商品，因此销售收入是主要的收入来源。

- 净销售（net sales）

净销售=销售收入-销售退回与折让-销售折扣

“销售退回”是指因卖出的商品有问题，被客户退货的金额；**“销售折让”**是指卖出的商品有问题，客户要求将售价降低、退还部分货款，由此产生的收入减少金额；而**“销售折扣”**则是指销售时希望买方早点支付现金而给予折扣，因此导致收入减少的金额。2006 年沃尔玛的净销售高达 3124.27 亿美元。

- 其他收入（other revenues）

除了出售商品的收入外，沃尔玛还有利息、租金等其他收入。2006 年，沃尔玛其他收入只有 32.27 亿美元，占总收入的 1%左右，可见沃尔玛是十分专注于本业的公司。

成本与费用（costs and expenses）

在营业活动中，公司提供劳务或商品的相关成本。

- 销售成本（cost of sales）

是指当期出售商品的进货成本。2006 年，沃尔玛的销售成本高达 2403.91 亿美元，占总营收（即营业收入）的 76%左右，是最重要的成本项目。

销售成本的计算因存货评价制度的不同，会产生相当大的差异。例如沃尔玛的存货主要以“后进先出法”来计算，假设最后购买的存

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货会最先销售出去，因此利润表上认列的销售成本是按照最近的进货价格核算的。

刘教授课堂

存货价值的核算

与第四章范例讨论对象相同，如果 A 公司周一至周三每天进货小家电 1 台，成本各为 30 元、40 元及 50 元，进货总金额为 120 元。周四时公司以 100 元出售小家电 1 台，若以“后进先出法”计算，A 公司的销售成本为 50 元（周三的进货价格）；若按照“先进先出法”计算，则销售成本只有 30 元（周一的进货价格）；若采用“加权平均法”，亦即 3 天采购的单位平均成本为 40 元，则销售成本就是 40 元。不同的存货计价方法，不仅影响存货价值的核算，也会影响获利数字。

在财务报表分析中，我们定义“**销售毛利**”（gross profit）为净销售减去销售成本，而销售毛利除以净销售则称为“**毛利率**”（gross margin）。以刚才的小家电为例，如果它的售价是 100 元，按照不同的存货计价方法，毛利及毛利率便会有所不同（请参阅表 5-3）。

表 5-3　　毛利与毛利率的计算

存货法	后进先出法	先进先出法	加权平均法
售价	100	100	100
销货成本	50(周三进货价格)	30(周一进货价格)	40(平均进货价格)
毛利	50	70	60
毛利率	50%	70%	60%
总进货金额	120	120	120
期末存货价值	70(120-50)	90（120-30)	80（120-40)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由表 5–3 可以清楚地看出，当小家电的进货成本递增（例如通货膨胀），“后进先出法”会得到最低的毛利与最低的存货价值。举例来说，沃尔玛使用“后进先出法”的主要目的就是节税（因为净利较低）；相对地，“先进先出法”会得到最高的毛利与最高的存货价值。当然，如果小家电的进货成本递减（例如通货紧缩），“后进先出法”反而会得到最高的毛利和存货价值。

假设A 公司采用“后进先出法”，而小家电的市价在结账日时为30 元，则存货的期末价值为 60 元（30×2）。按照“成本与市值孰低法”的原则，此时 A 公司在核算存货价值时应采用金额较低的市场价值 60 元，而不是原来的 70 元，并承认 10 元的存货跌价损失（70–60）。

● 营运、销售与管理费用（Operating, selling, general and administrative expenses）

指除了销售成本之外，营运销售（如运输成本、广告费用等）及管理费用（如水电费、管理人员薪资）等项目，统称为“营业费用”。2006 年，沃尔玛的营运、销售与管理费用为 567.33 亿美元，占总营收的 18%左右。

营业利润（operating profits）

销售毛利减去营业费用就是营业利润，它表达公司整体营运活动的利益，但不代表公司年度的总利润。2006 年，沃尔玛的营业利润为 185.3 亿美元，占总营收的 5.9%。

利息费用（interest expense）

指沃尔玛短期商业本票及长期负债等产生的利息费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所得税费用（income tax expense）

指沃尔玛预估当年美国境内及国际商业活动的所得税费用。

少数股东损益(minority interest income)

在编制合并报表时，子公司股东权益中不属于母公司直接或间接持有的部分，称为少数股东损益。2006年，沃尔玛扣除的少数股东损益（少数股权百分比×子公司当年的损益）只有3.24亿美元，表明沃尔玛拥有子公司绝大多数的股权。

继续经营部门净利（profits from continuing operations）

是指营业利润减去利息、所得税费用和少数股权利益后的净利润。2006年，沃尔玛的继续经营部门净利为112.31亿美元。这个数字是公司核心事业的获利衡量，也是绩效评估的重点。

停业部门净利(profits from discontinued operations)

公司因特定因素将部分业务或某一部门停止营运，称之为停业部门。所谓的停业部门净利，是指当年度停止营业的部门，在该年度所产生的营业净利润。假设2006年8月31日时，沃尔玛决定男装部门停止营运，则男装部门在2006年2月至8月的营业净利润，即为停业部门净利。

净利润（net income）

一般又称为“纯利”或“盈余”（earnings），在非正式用语中也常被称为“底线”（bottom line，因为在利润表底部）。净利润是收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

减去所有费用的剩余，也可分解成继续经营部门净利与停业部门净利的加总金额。2006 年，沃尔玛的净利润为 112.31 亿美元，占总营收的 3.6%左右，相当的“薄利”。

每股收益（earnings per share，简称 EPS）

它是衡量企业获利常用的指标，每股收益=（净利–优先股股利）÷平均流通在外股票数量。沃尔玛 2006 年的每股收益为 2.68 美元。

- **平均流通在外股票数量**

2006 年，沃尔玛的平均流通在外股票数量为 41.83 亿股。如果在会计年度中增发新股或配发股票股利，会造成流通在外股票数目的变化，因此需要计算平均的流通股数。

举例来说，假设 2007 年 1 月 1 日时，某公司流通在外的普通股为 5000 股，7 月 1 日发行新股 3000 股，总流通股数成为 8000 股，则 2007 年的平均流通股数为 6500 股（5000×6/12+8000×6/12=6500）。

每股现金股利（Dividends per common share）

每股现金股利=该年度现金股利÷平均流通在外股票数量。沃尔玛 2006 年每股现金股利为 0.6 美元。

>> 在利润表中看出企业竞争力

以下将借由沃尔玛相对于 Kmart、戴尔电脑相对于惠普科技利润表的比较，探讨许多与竞争力相关的管理问题。

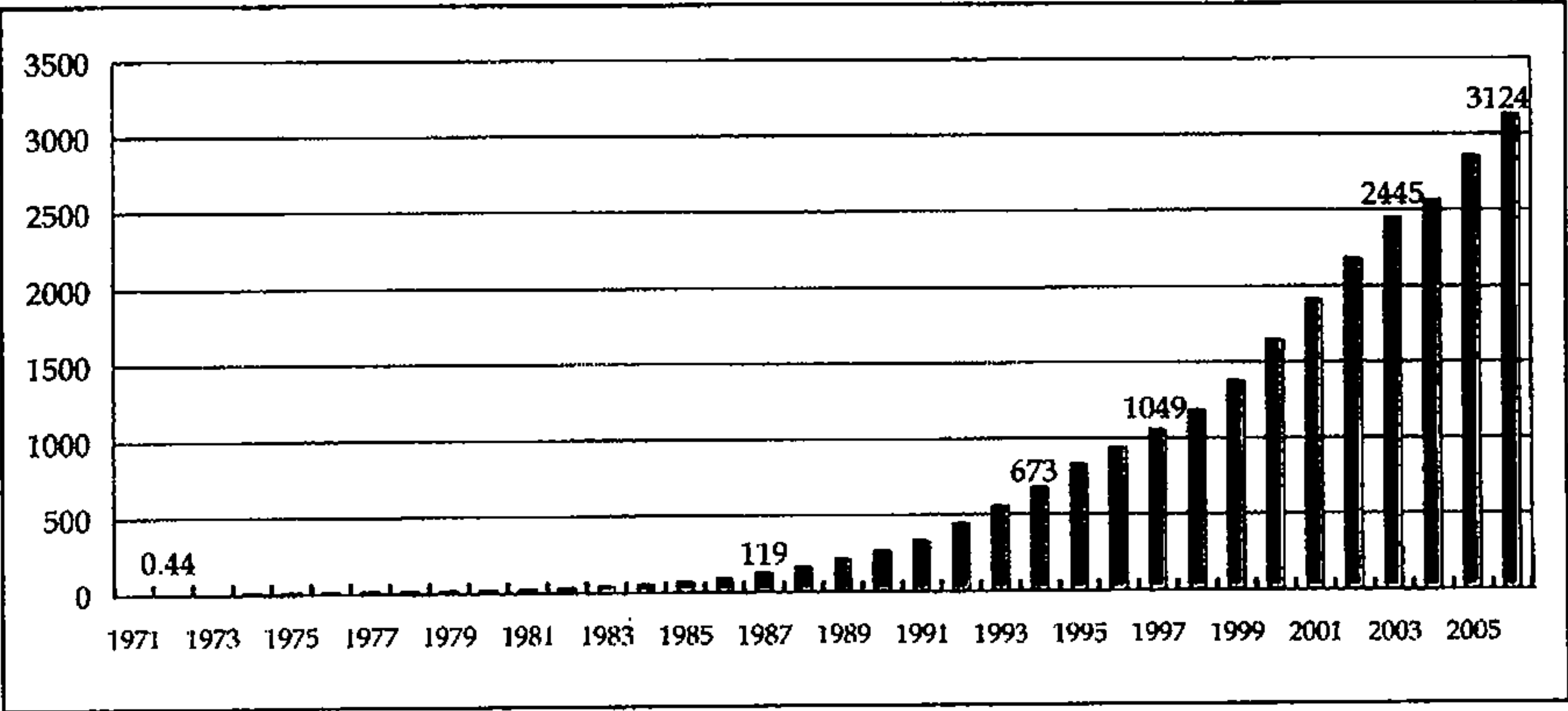
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由营收及获利持续增长看竞争力

沃尔玛的竞争力主要来自它持续增长的动力，而营收获利的增长动力来自新店的不断拓展，同时也能维持旧店营收获利的合理增长。1971 年，沃尔玛在美国境内只有 24 家店；2006 年则增加到 3800 家店，平均每年开设 107 家。沃尔玛的国际展店行动开始较晚，1993 年在美国境外只有 10 家店，到了 2006 年则增加到 2285 家店，平均每年开设 175 家。这几年沃尔玛在欧洲开店的策略有所修正，由于欧洲市场较为成熟，加上许多环境保护的限制，目前沃尔玛以购并既有的欧洲通路商为主，不再倚赖自建卖场。因此每一次成功的购并案，都造成开店数的剧增。

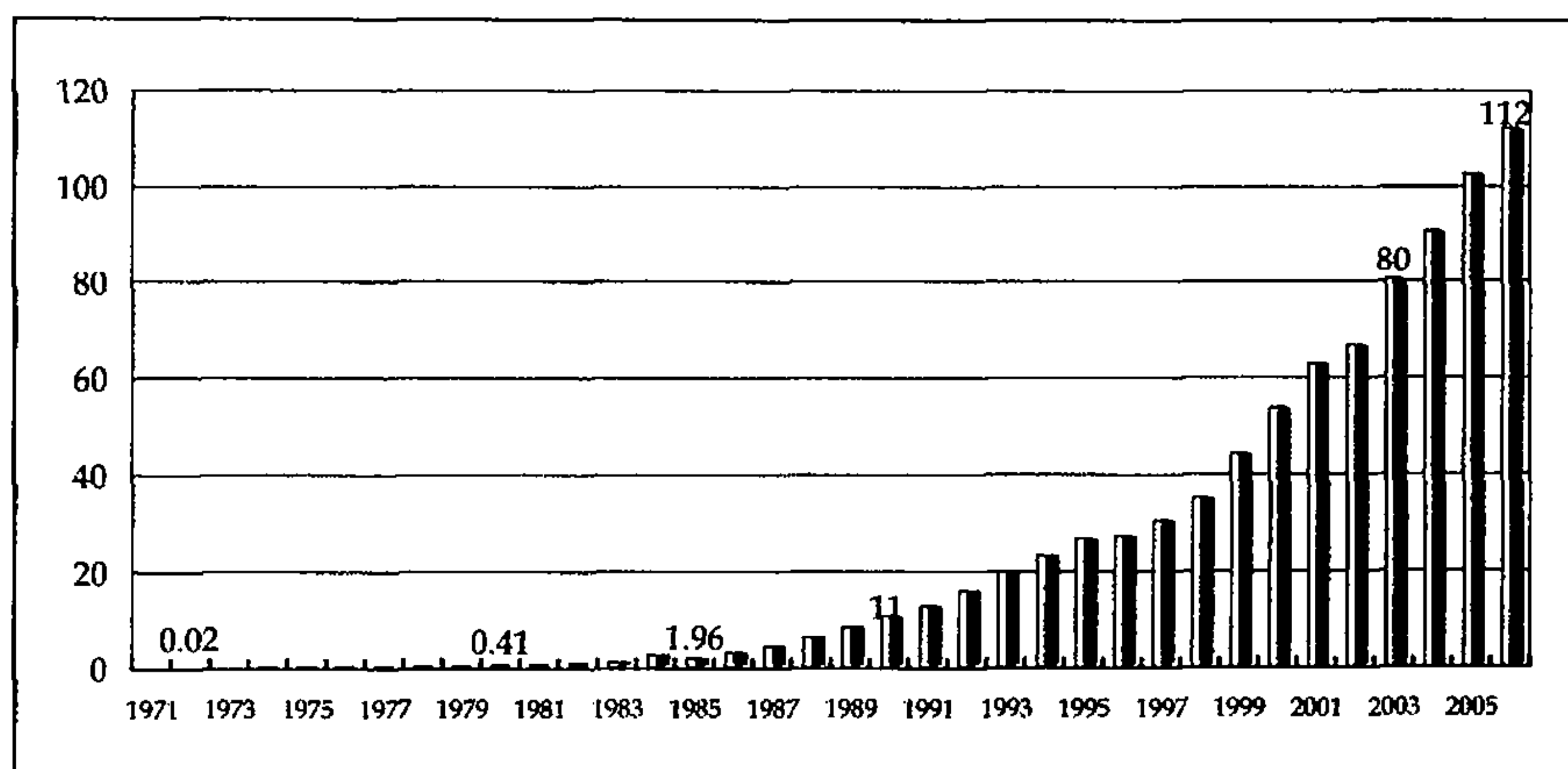
随着快速展店，沃尔玛的营收急剧增加，由 1971 年的 4400 万美元，增加到 2006 年的 3124 亿美元（请参阅图 5–1）；沃尔玛的获利也由 1971 年的 200 万美元，增加到 2006 年的 112 亿美元（请参阅图5–2）。自 1971 年至 2006 年，沃尔玛的平均销售增长率为 31.2%，最高

图 5–1　　　　沃尔玛的营业收入　　　　单位：亿美元



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 5-2　　沃尔玛的净利润　　单位：亿美元



曾到达 77%；从 1996 年至 2006 年，沃尔玛的平均销售年增长率约为 13.4%，最低为 2006 年的 9.5%，已有持续减缓的趋势。在如此快的展店速度下，如何做到增长而不紊乱，这有赖于沃尔玛妥善控制流动资产与流动负债的增长（即所谓的营运资金）。自 1971 年到 2006 年，沃尔玛的年获利增长率平均约为 27.4%，最高曾达 119%，唯一一次的获利衰退是 1985 年的-27%。

分析沃尔玛的利润表时，必须特别注意一点，假若展店无法带动总体营收增长，或营收增长无法造成获利增加，那么沃尔玛的营运就不正常。通常我们也会看沃尔玛的旧店营收是否能保持持续增长，若出现新店稀释旧店营收增长的情形，便必须提高警觉。沃尔玛的营收增长主要分两个阶段：1971 年至 1992 年，这段时期为沃尔玛的稳定增长阶段；1995 年后，沃尔玛进入了快速增长阶段。沃尔玛未来的增长将主要来自国际市场上业务的拓展（购买土地、店面、设备等）。

相对于沃尔玛的营收与获利持续快速增长，Kmart 的营收自 20 世纪 90 年代起呈现增长与衰退夹杂的不稳定状况，2000 年起因关闭亏损店面，营收更逐年衰退（请参阅图 5-3）。由于关店及营收衰退，Kmart 的获利自 2000 年起也呈现连年亏损的局面（请参阅图 5-4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 5-3　　Kmart 的营业收入　　单位：亿美元

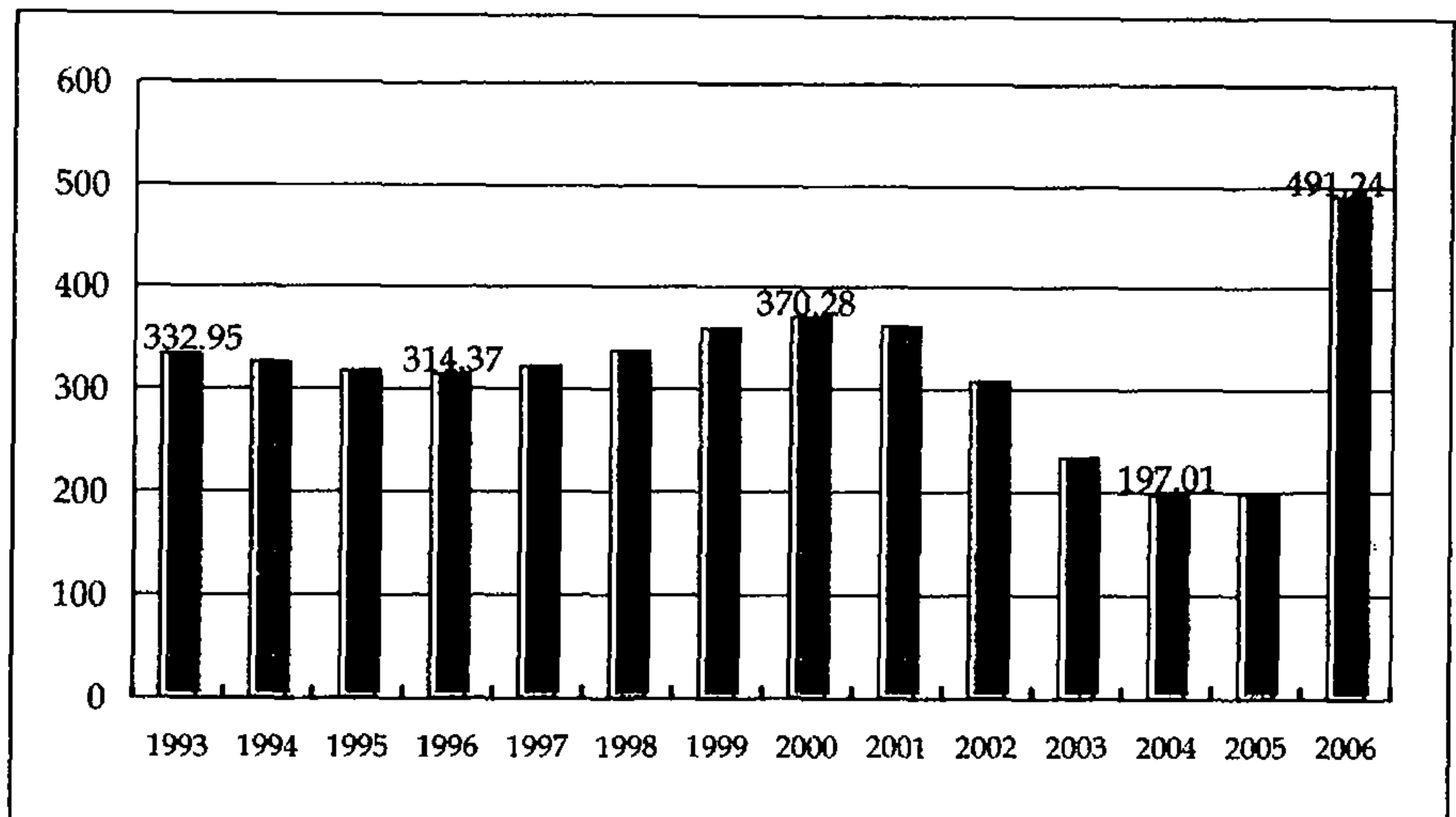
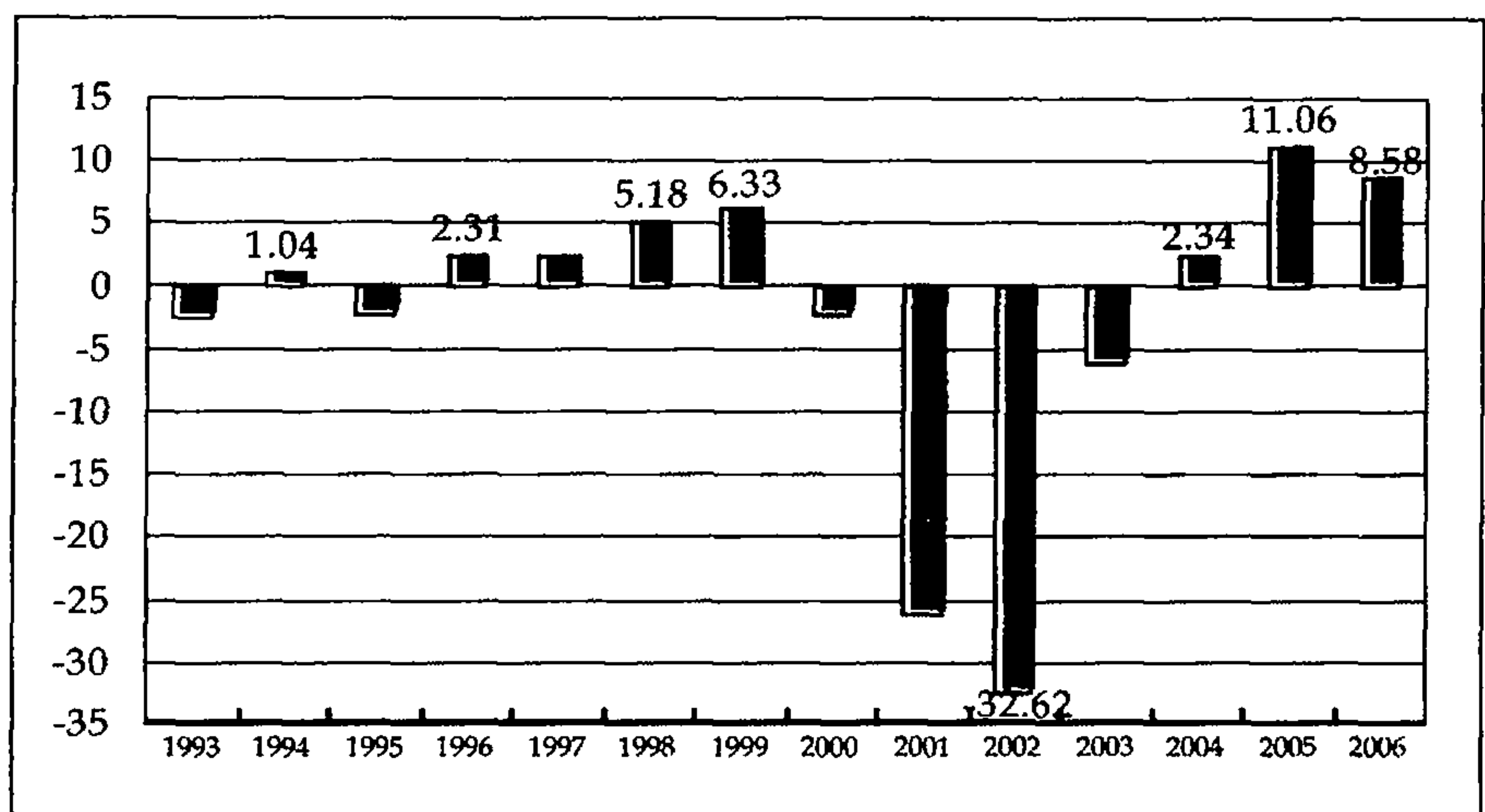


图 5-4　　Kmart 的净利润　　单位：亿美元



2002 年更出现高达 32.62 亿美元的巨额损失。由此可见，**长期稳定的营收及获利增长，是企业竞争力的最具体表现。**

2004 年 11 月，Kmart 收购了美国 Sears 零售集团，成为美国第三大零售业者，我们从图 5-3 和图 5-4 中看到，Kmart 的营收和净利都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有逐渐上升的趋势，可见它的经营情况在逐渐地转好。未来，则要持续注意 Kmart 能不能维持稳定的增长了。

由每人营业额增长看竞争力

持续的营收增长，是具有竞争力的重要指标。以美国第二大零售商家得宝（Home Depot）（主力业务是家庭 DIY 用品）为例，营收增长是家得宝经营的重点，它更以每人所创造的营业额，作为公司绩效衡量的重要指标。在这个指标的引导下，家得宝认为员工应该在第一线协助顾客购物，增加每个员工创造的营业额。顾客为了结账而大排长龙，对公司与顾客都没有附加价值。因此，家得宝在零售业中率先采用“自助式结账”（顾客自行挑选商品并至无人柜台刷信用卡结账），目前每年以自助式结账完成的交易约 1.2 亿美元，已有 1272 个卖场采用此结账方式，在节假日可以使平均结账时间减少约 40%。家得宝也十分重视购物环境的改善，近几年积极进行店内改装（加强灯光照明、更新货物陈列方式、加强标示的明确性等）。家得宝衡量装修后的卖场销售区，较未装修前销售额增长 40%。

由家得宝的这些作为，可以看出它十分强调以财报数据作为内部管理的参考；而每个员工创造的营业额，更可作为企业竞争力的重要衡量指标。

沃尔玛的成本控制

沃尔玛创办人沃尔顿认为，达到顾客满意的方法，最重要的就是做到价廉物美，也就是“每日低价”（everyday low price）。因此，沃尔玛成本控制的能力，是其竞争力的核心。

如何衡量成本控制的能力呢？以零售业而言，不外乎采购得便宜，销售和管理费用低。可惜的是，通过利润表上的数字，无法直接看出沃尔玛的采购成本是否低于 Kmart。例如 1995 年至 1999 年之间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 5-5　　沃尔玛与 Kmart 的销售成本/销售收入

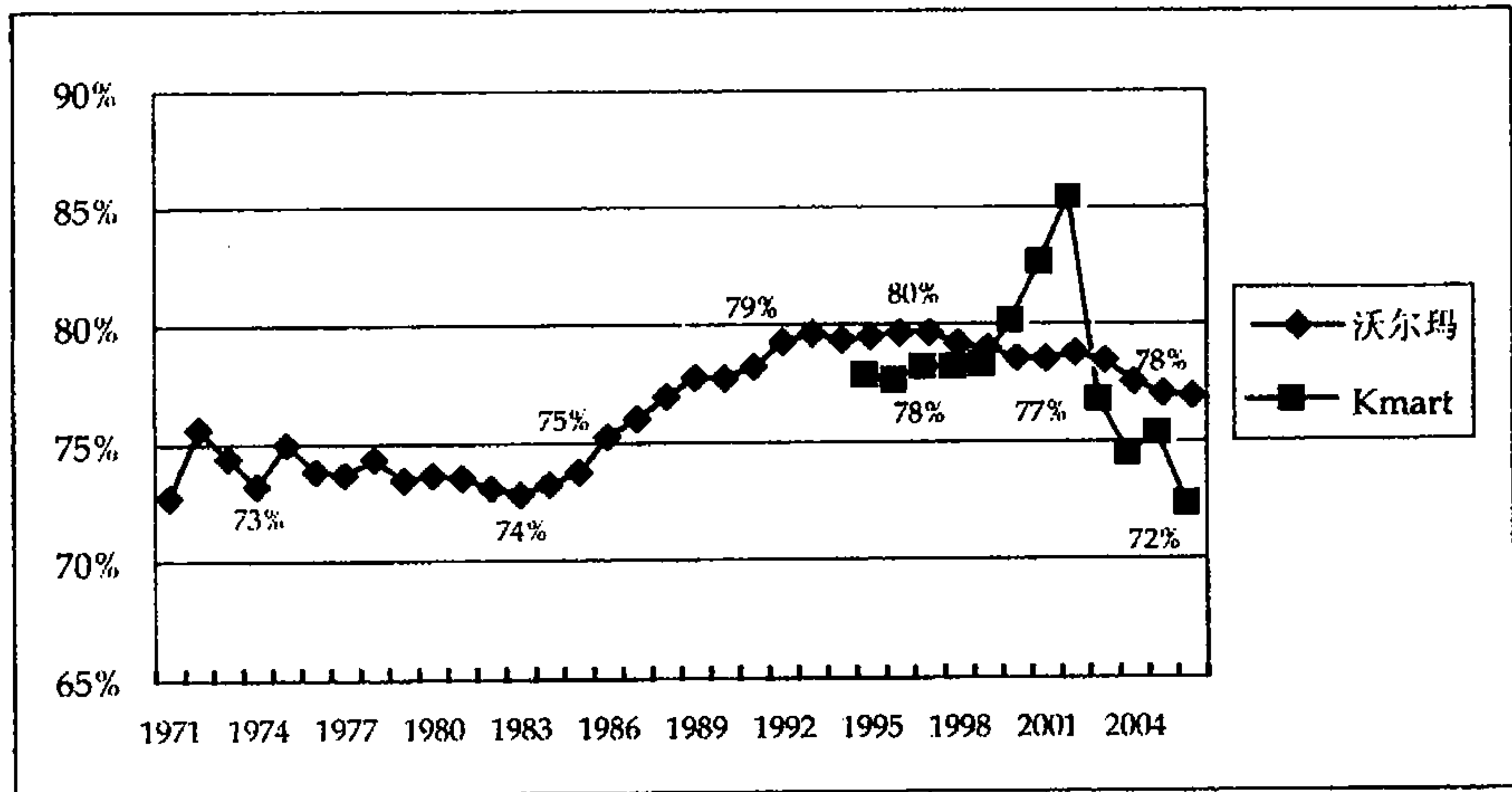
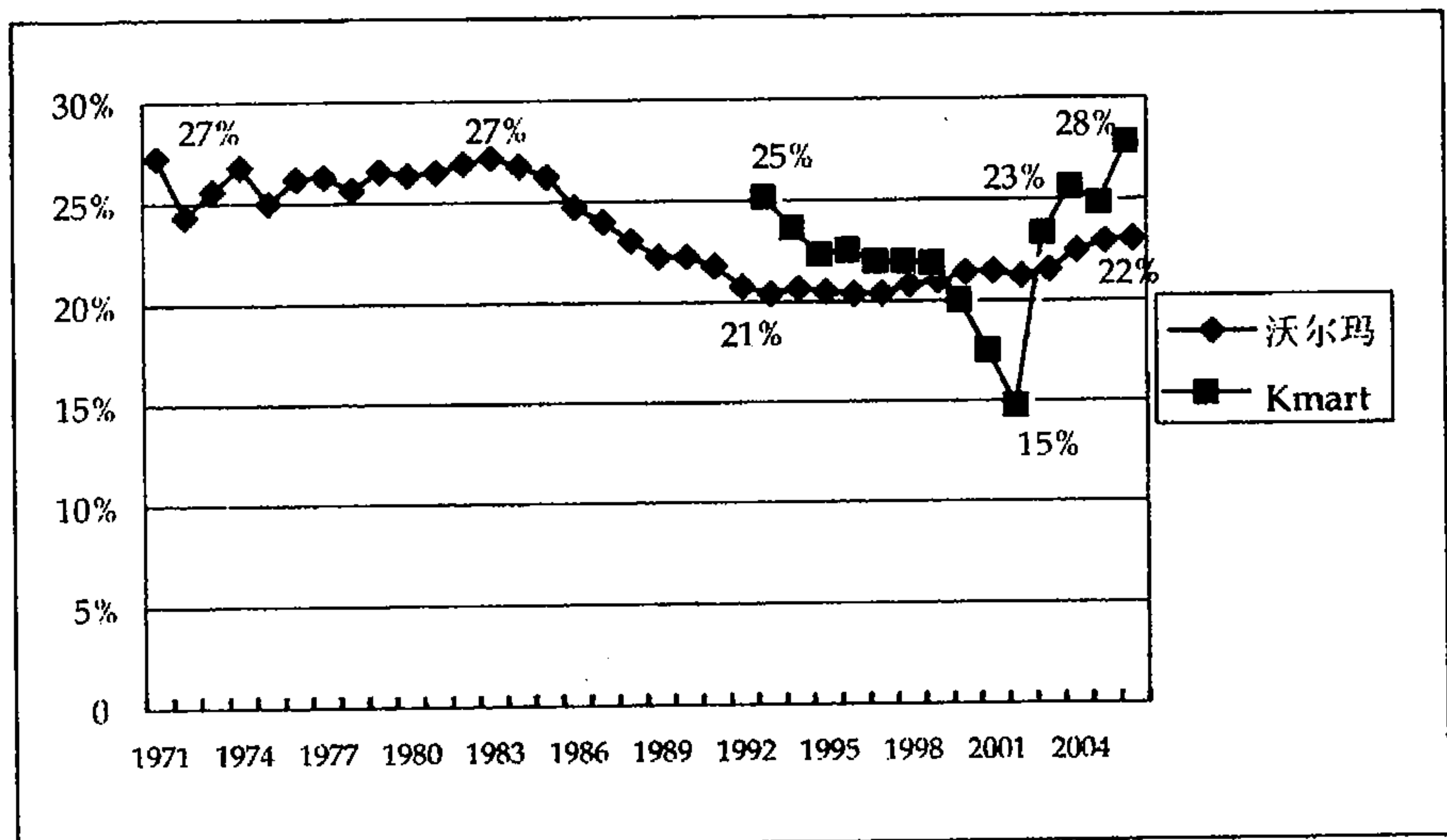


图 5-6　　沃尔玛与 Kmart 的毛利率

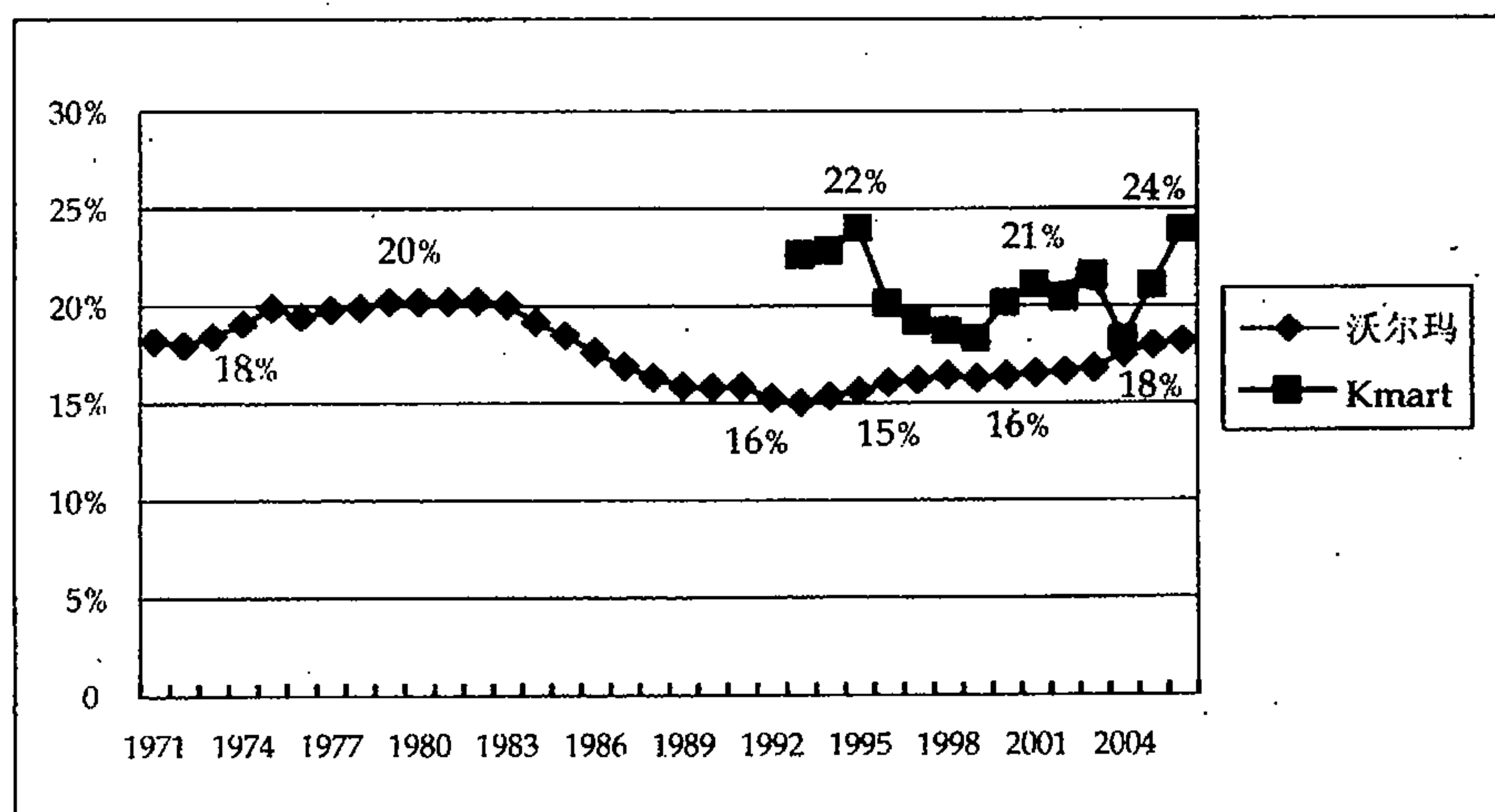


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃尔玛的销售成本约占销售收入的 80%，而 Kmart 为 78%（请参阅图 5-5）。这个比率不能直接用来比较二者采购成本的差异，理由是沃尔玛的采购成本可能比 Kmart 低，但是因为定价比 Kmart 低，所以销售成本占销售收入的比率反而较 Kmart 高。事实上，如果由毛利率（毛利÷营收）的变化（请参阅图 5-6）来看，沃尔玛在 20 世纪 90 年代的毛利率低于 Kmart，反映了沃尔玛以“低毛利率”作为竞争利器的策略。此外，沃尔玛的毛利率从 1970 年的 27%左右，一路下降到 20%左右，变化相对较为稳定；在 1998 年以后，Kmart 的毛利率快速下跌，显示它的竞争力大幅滑落。

很明显地，与 Kmart 相较，沃尔玛的相对竞争优势清楚地表现在销售和管理费用比率（销售和管理费用÷营收）低上。自 20 世纪 90 年代起，沃尔玛的销售和管理费用比率维持在总营收的 15%至 16%之间（请参阅图 5-7）；而 Kmart 的比率最低大约为 18%，最高可达到 24%。在利润微薄的通路业里（净利率 3%至 4%），销售和管理费用最高可高出对手 5%到 6%的窘境，让 Kmart 注定只能处于挨打的局面。

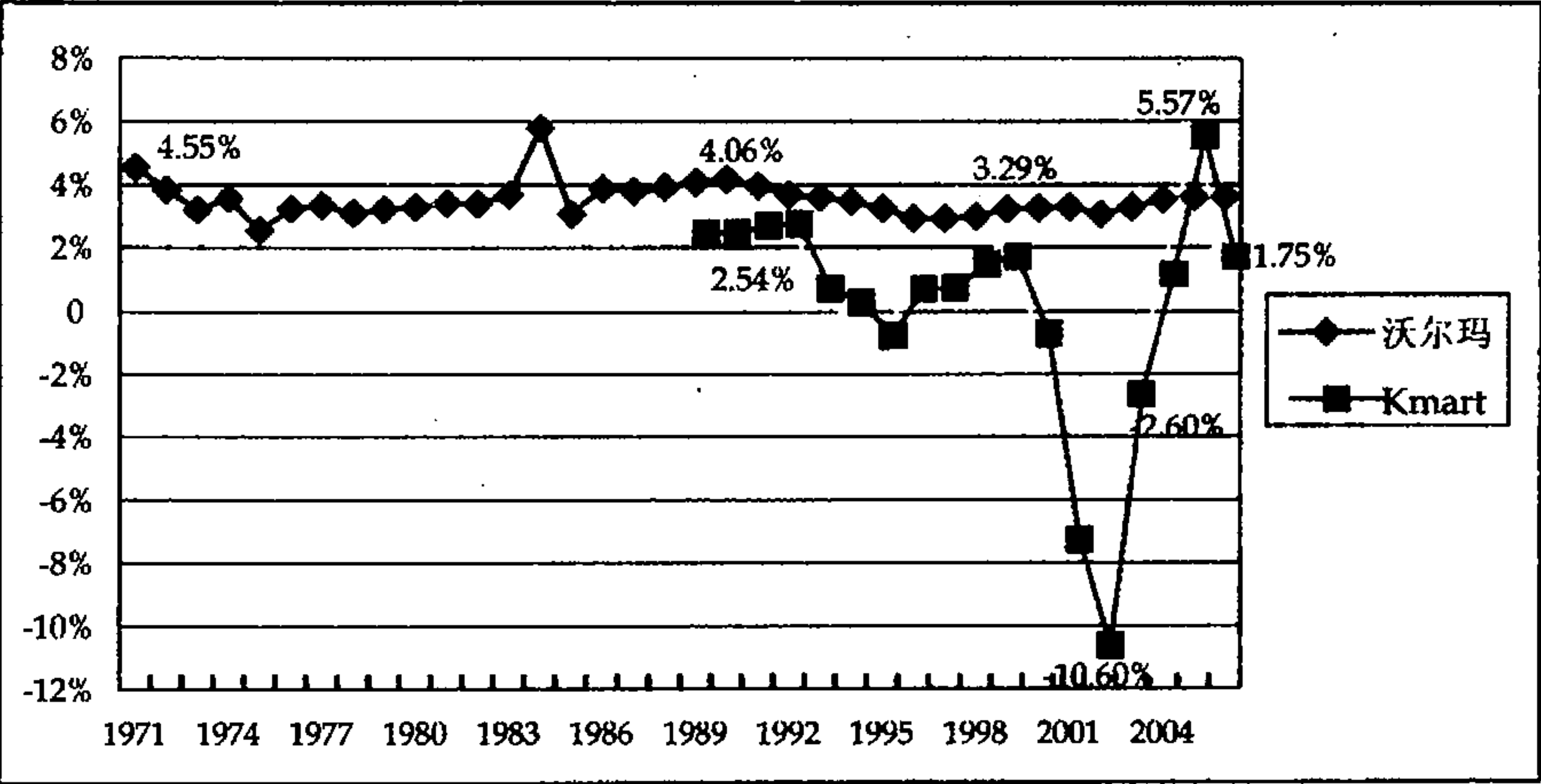
图 5-7　　沃尔玛与 Kmart 的销售和管理费用/净销售



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模经济的优势，让沃尔玛可以因为大量采购而买得便宜；严格的成本控制，则让沃尔玛的经营效率领先业界。然而，沃尔玛由上市到现在，利润率（净利÷营收）几乎都在3%至4%之间（请参阅图5-8），近年来更是十分稳定地逼近3%，这种“微利化”的策略，让对手感受到强大的压力。相对于沃尔玛稳定的利润率，Kmart自20世纪90年代迄今的利润率都低于沃尔玛，2000年后更出现了巨额的损失。

图 5-8　　沃尔玛与 Kmart 的利润率



沃尔玛以“成本领导”（cost leadership）作为主要竞争策略，“差异化”（differentiation）则是另一种重要的竞争策略。不同的策略定位，在利润表上显示的数字通常大不相同。例如全球知名的消费者精品品牌路易威登（Louis Vuitton），2005年集团毛利率高达64%以上，显示消费者认同其产品相比其他品牌具有高度差异性，愿意支付较高的价格。但是在消费精品的经营上，营销管理费用往往十分昂贵，占其营收44%以上，因此，路易威登集团（LVMH）的纯利率只有12%左右，比毛利率低了许多。又如台湾华硕电脑的主机板素以高品质著称，反映在20世纪90年代利润表上的则是高达30%左右的毛利率。因此，毛利率的或高或低，是衡量企业采用“差异化”策略是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否成功的良好指标。

看沃尔玛严格的自我要求指标

至于沃尔玛的内部管理，也常用财务报表建构绩效评估指标，采用的主要指标包括（详见其2006年年报）：

1. **同店销售额增长（comparative store sales）**：除了利用不断拓展的新店增加营业额外，已经存在的既有卖场（没有店面扩充或店址迁移）能否继续增加市场占有率，是零售业经营管理的重要指标。沃尔玛公司2006年总营收增长8.4%，美国境内同店销售增长为3%。根据沃尔玛的经验，新店开张对旧店营业额约有1%左右的负面影响。相较之下，家得宝在2005年的总营收增长11.5%，同店增长率也只有3.8%，理由是它采用较密集的新店、旧店同一地区并存的展店策略，来增加市场占有率，并提供顾客更好的服务。家得宝估计，这种展店策略会使同店营业额下滑约1.8%。家得宝还能维持一定的同店销售增长，原因是近年来美国发生多次严重飓风，导致各种屋顶、水泥建材的需求大增，以及近年来厨房、卫浴设备的改良，持续的需求带动了销售的增长。

2. **获利增长率与营收增长率的比较**：追求获利增长率高于营收增长率，一直是沃尔玛努力的目标。从1971年迄今的35年中，沃尔玛有17个年度达成此目标，18个年度未达到。

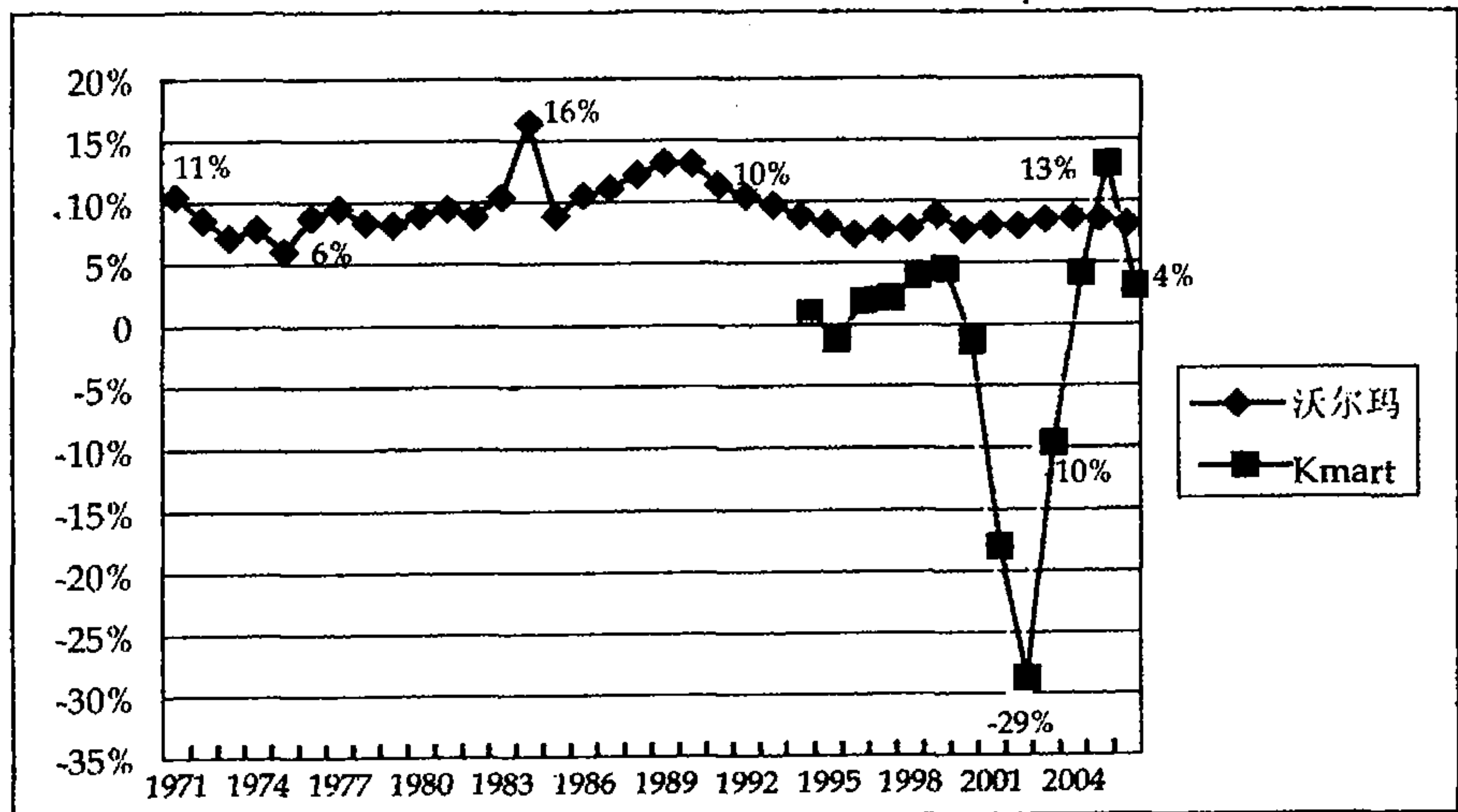
3. **存货金额增长率必须小于营收增长率的一半**：它是沃尔玛衡量效率新近采用的重要指标。过去35年中，沃尔玛有5年达到这个目标，有30年未达到，可见实现这个目标的困难程度。

4. **提升资产报酬率**：资产报酬率的定义是净利除以平均资产金额（或期末资产）。由于沃尔玛的资产金额庞大，因此它十分关心资产是否具有生产力。沃尔玛希望资产报酬率能维持在9%左右。由1971年迄今的35年中，沃尔玛有13年达到这个目标，有22年未达到（请

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参阅图 5-9）。相对地，Kmart 的资产报酬率一直明显低于沃尔玛，2000 年后它的资产报酬率更衰退为负数。

图 5-9　　沃尔玛与 Kmart 的资产报酬率



由上述沃尔玛自行要求的内部绩效指标来看，它要求的大多是目前仍无法轻易达成的艰巨目标，可以说是“自律甚严”。

>> 透视资产周转率背后的玄机

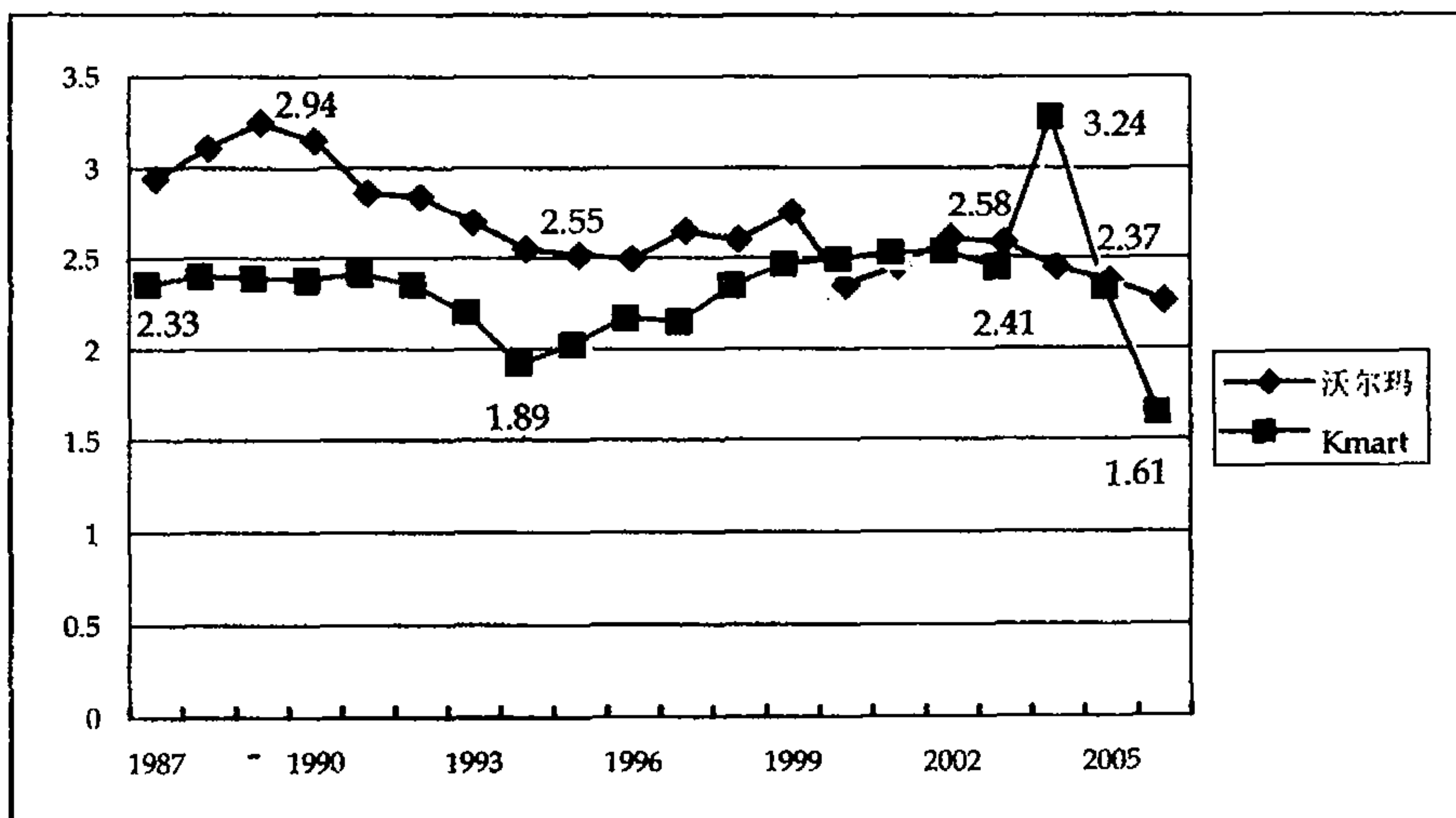
零售业的核心竞争能力之一，即是利用资产创造营收的能力。这种能力称为“**资产周转率**”，定义为：**营收÷总资产**（总资产可定义为“平均资产”或“期末资产”）。

沃尔玛的竞争力

20 世纪 80 年代，沃尔玛的资产周转率曾高达 4 至 5 倍，近 10 年渐趋稳定，大约在 2.5 倍左右，几乎都高于 Kmart（请参阅图 5-10）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 5-10　　沃尔玛与 Kmart 的资产周转率

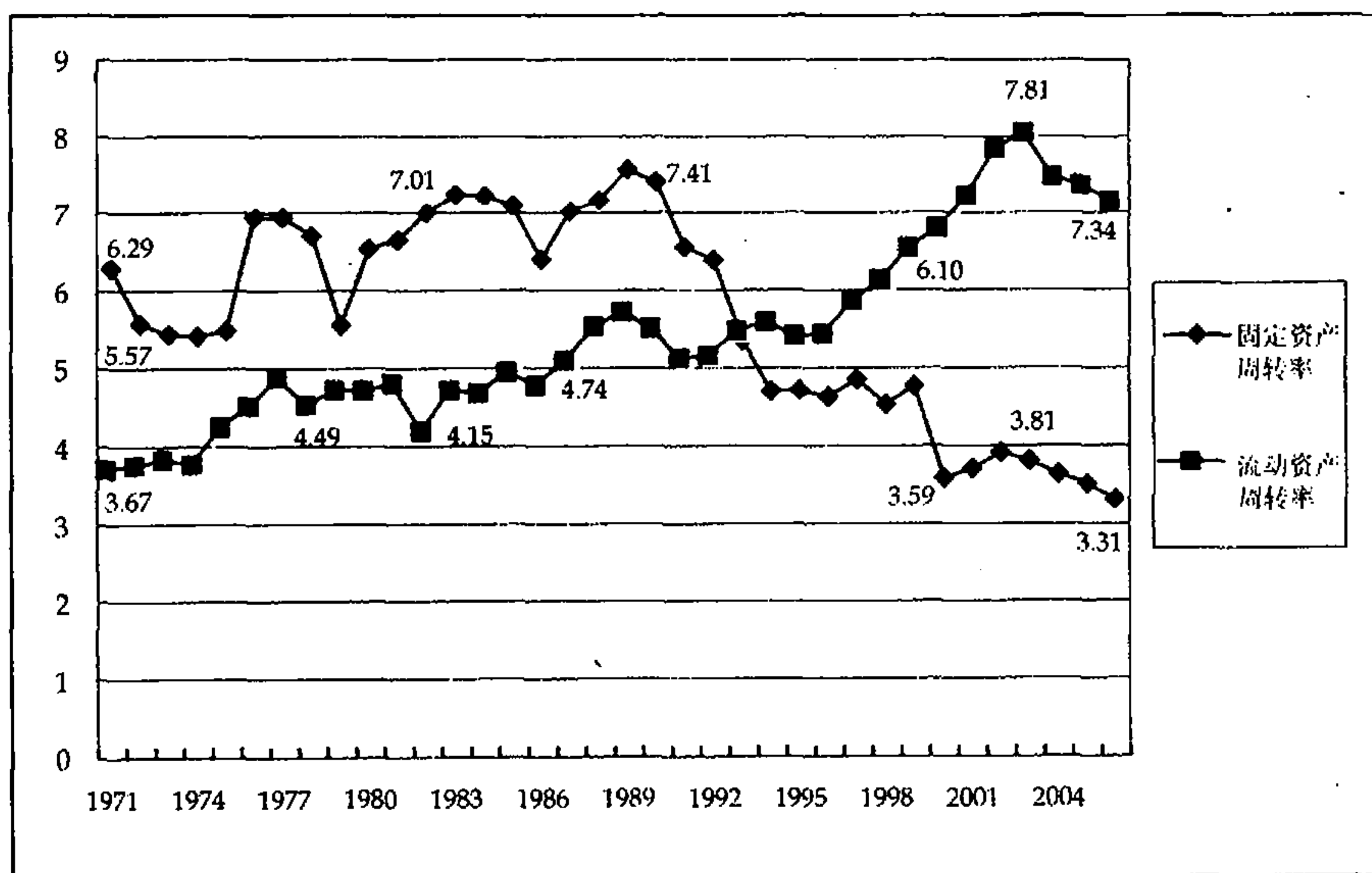


沃尔玛表面上看来稳定的资产周转率，若将它拆开为“**流动资产周转率**”（营收÷流动资产）与“**固定资产周转率**”（营收÷固定资产），我们会发现非常不同的变化趋势。

20 世纪 90 年代初期，沃尔玛的流动资产周转率约有 5 倍；在 2006 年，它已经高达 7 倍，呈现一路上升的趋势。相对地，沃尔玛的固定资产周转率却由 20 世纪 90 年代的 6 倍左右，一路下滑到 2006 年的 3.3 倍（请参阅图 5-11）。也就是说，我们看到稳定的资产报酬率，原来是两股相反力量互相抵消的结果。为什么固定资产周转率会不断下滑？财务报表无法回答这个问题，必须以公司内部更精细的资料来分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 5-11 沃尔玛的固定资产周转率和流动资产周转率

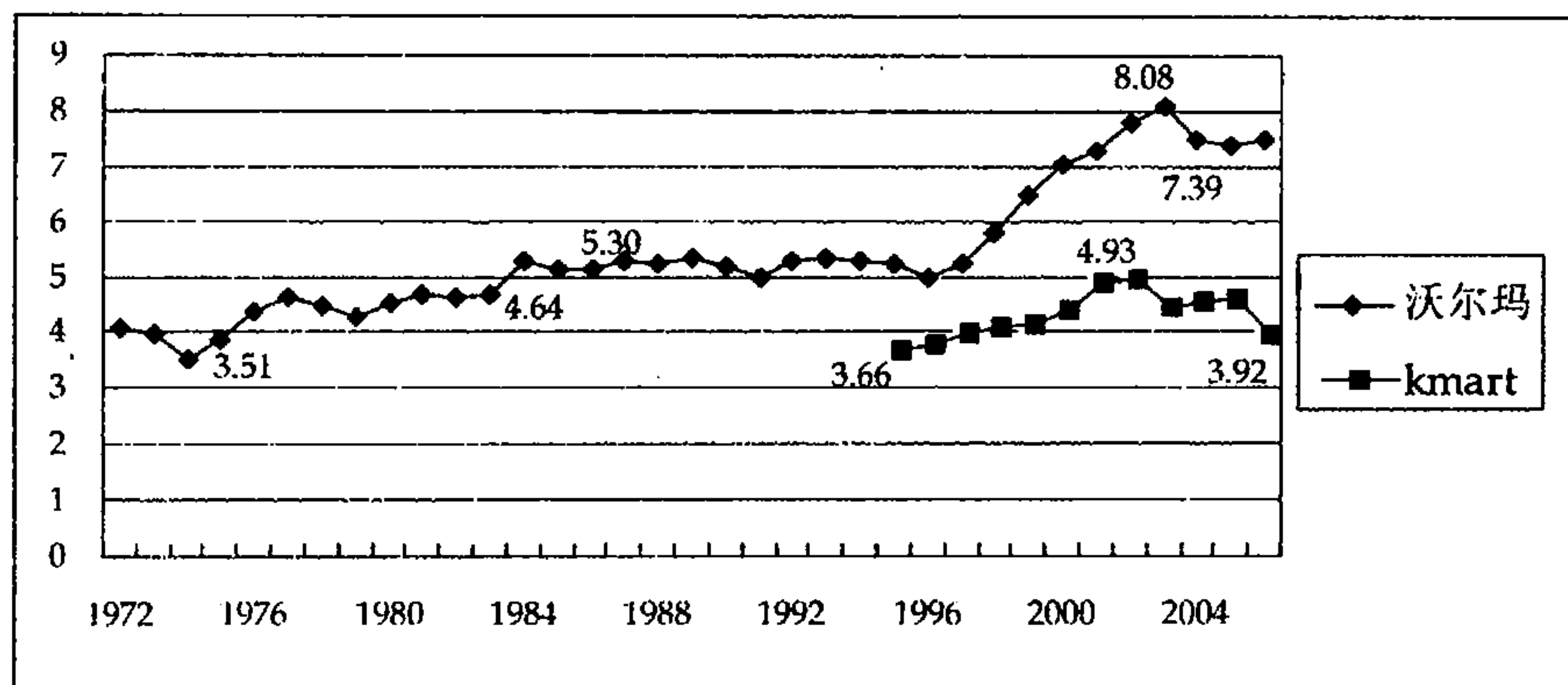


例如，这种固定资产周转率的不利发展，可能是卖场单位面积创造的营收下降所致（即所谓的“平效”降低），也可能是购买每一单位卖场面积的价格不断增高所致（例如在欧洲购并其他卖场的成本相当昂贵）。不断地解析一个现象以求得答案，是进行竞争力分析必须使用的基本方法。

在沃尔玛的流动资产中，最重要的是存货，因而如何将存货快速售出，是沃尔玛非常重要的能力，“存货周转率”便是衡量此能力的常用指标。**存货周转率**的定义是：**销售费用÷期末存货金额**（或销售费用÷平均存货金额）。存货周转率越高，代表存货管理的效率越好，可以用较少的存货创造较高的存货售出量（以销售费用代表采购成本）。在 1970 年至 1990 年的 20 年间，沃尔玛的存货周转率约在 4 倍到 5 倍之间（请参阅图 5-12）。1995 年之后，则由 5 倍增长到目前的 8 倍左右。相对来说，自 20 世纪 90 年代中期迄今，Kmart 的存货周转率大约在 4 倍到 5 倍之间，明显落后于沃尔玛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

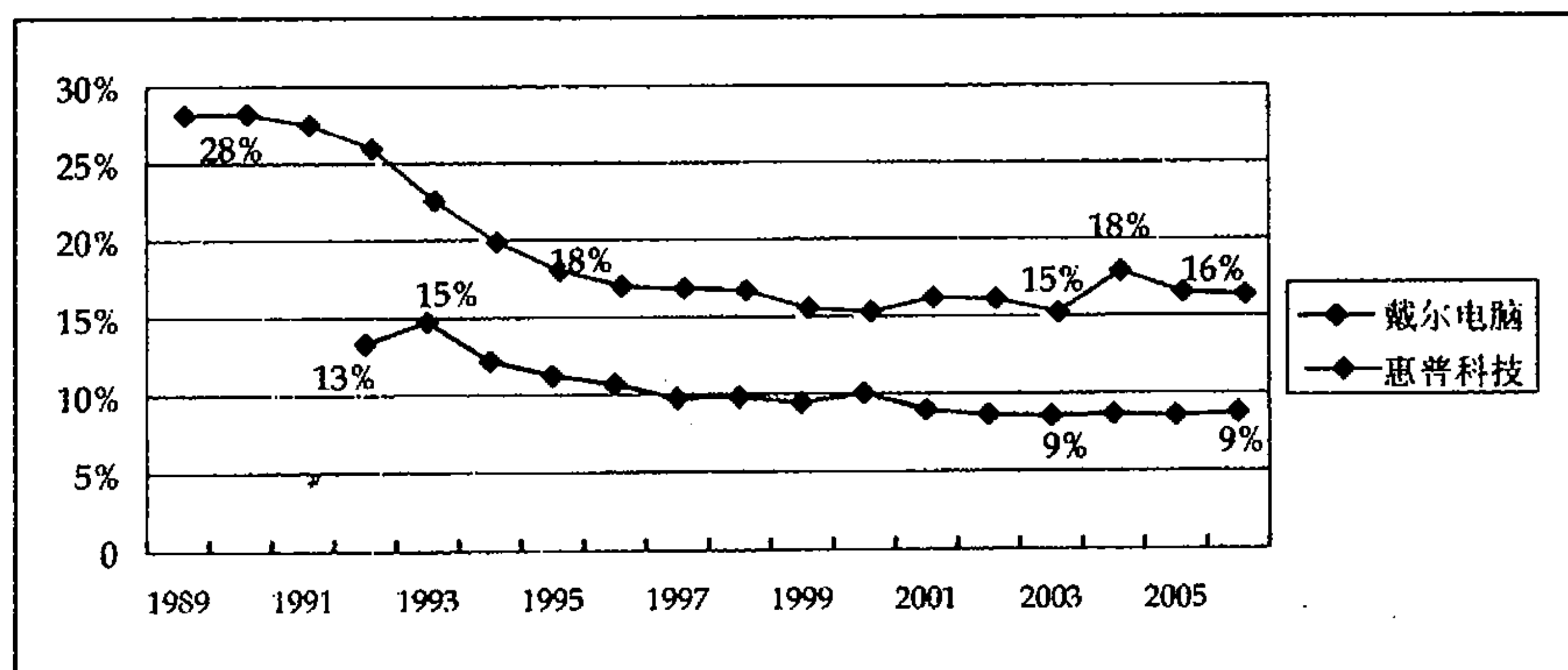
图 5-12　　沃尔玛与 Kmart 的存货周转率



戴尔电脑的竞争力

自成立以来，戴尔一直是个激进的价格破坏者，运用直销带来的低成本优势，以不断降低售价来刺激销售、扩大市场占有率。如果比较戴尔与惠普的成本结构，两家公司的相对竞争力就一目了然（请参阅图 5-13）。戴尔的销售和管理费用占营收的比率，由 1994 年的 15%左右，一路下降到 2006 年的 9%；在同一时期，惠普的销售和管理费用占营收的比重，则由 25%降到 16%左右，虽然有显著进步，但

图 5-13　　戴尔电脑与惠普科技销售与管理费用/营收



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仍旧比戴尔高出近7%左右。在净利率不足6%的个人电脑产业，这种成本结构的劣势，让惠普的竞争力落后于戴尔。

>> 别忘了利润表的其他重要议题

除了以沃尔玛为例介绍利润表的基本概念外，几项常见的利润表议题也在此一并讨论。

长期投资效益的会计处理

关于企业长期持有其他公司的股份（例如第四章讨论的“长期股权投资”），在会计上有“成本法”与“权益法”两种处理方式。

1. **成本法（cost method）：适用于公司对被投资公司没有显著的影响力的情况**（例如股权未达20%）。在成本法之下，只有当被投资公司发放现金股利时，才视为公司的股利收入。期末被投资公司股价的涨或跌，将视为长期投资未实现的利得或损失，直接反映在股东权益的变动上（请参阅第七章），而不是表现在利润表上。

2. **权益法（equity method）：适用于公司对被投资公司有明显的影响力的情况**（例如股权超过20%，或是在被投资公司董事会的席次足以影响决策等）。在权益法之下，被投资公司的年度损益，将依平均股权比例认列为长期投资利得或损失，直接在利润表上表达。例如被投资公司当年净利1亿元，若公司拥有它30%的股权，则可承认3000万元的投资收益；反之，若被投资公司当年亏损1亿元，则必须承认3000万元的投资损失。如果持有股份超过50%，或可主导其财务、人事及管理方针者，期末必须与被投资公司编制合并的财务报表。

有关长期投资本身的价值是否公允核算的问题，笔者将在第八章

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产减损的讨论中加以说明。

研发费用的会计处理

企业研究发展（R&D）的支出，虽然可能带来长期的经济利益，但由于有相当大的不确定性，所以需要同时满足许多严格的条件，例如需要有完成并且出售的意图，而且需要存在市场，才能确认为无形资产，否则都必须算成费用，减少当期的利润。

然而，一个企业未来是否具有竞争力，往往要观察景气不佳时它对研发支出的态度。德州仪器前总裁安吉伯（Tom Engibous）认为，面对产业景气的严重低迷，企业对研发支出有三种做法：第一，将所有研发投资全部删除，从该产业退出，但是当景气恢复时，企业再也无法复出；第二，企业可按比例减少部分支出，把身子蹲低，等待时机好转；第三，企业可采取攻击姿势，若是本来“体质”就很强壮的公司，在不景气时加强研发，借此拉开与竞争对手的差距。由此可知，**观察一个企业在逆境中是否维持研发支出，也可看出其未来竞争力的表现。**

每股收益的迷思

每股收益是否愈高愈好？通常每股收益高代表公司获利能力良好，的确是个正面的现象；若每股收益逐年下降，则代表公司获利跟不上股本增加（如配发股票股利及员工无偿配股）的速度。然而，通过配发股票股利或股票分割（stock split，例如 1 股变成 2 股）使每股收益下降，有时是为了使每一股股价降低，提高股票的流通性，未必是获利衰退。

此外，过度注重每股收益也可能有负作用。例如为了使每股收益维持在高档，当净利增长时，刻意控制流通在外股数（亦即控制股本）不增长。然而，当企业不断成长时，负债也通常会一起增长（尤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其是流动负债)。如果企业没有非常好的获利，使保留盈余与股东权益也跟着增长，利用控制股本追求每股收益的增长，可能使负债相对于股东权益的比率偏高，进而造成财务不稳定。

在投资决策上，每股收益常与“**市盈率**”（price-earnings ratio, PE ratio，指股价和每股收益的比率）搭配运用，以决定合理的股价。例如预期的每股收益为4元，而合理的市盈率为15，则合理的股价为每股60元（4×15），只有在股价显著低于60元时，理性的投资人才会愿意购买股票。巴菲特强调要拿捏至少25%的“安全边际”(margin of safety)，也就是说，合理股价为60元的股票，只有在市场股价为45元（60×0.75）以下时才值得投资，预留可能因误判投资价值造成的风险。

运用每股收益进行投资可能存在的问题有两个：

1. **过分高估未来的每股收益**：保持每股收益的持续增长十分困难，当利润表显示当期亮丽的每股收益时，往往是该公司或该产业景气的顶点，未来每股收益会由盛而衰。这种情形特别容易发生在钢铁、半导体及塑化等景气循环型产业。

2. **未能注意市盈率持续下降**：当一个公司未来获利增长的速度变慢、经营风险增加，或整个经济体系的风险上升（如面临战争)，其对应的市盈率便随之下降。例如台湾电子产业的平均市盈率，1995年至2000年间为20倍，目前已下降到10倍左右，主要是因为产业日益成熟、增长速度降低所致。

>> 中国大陆公司利润表介绍——苏宁电器

除了了解世界最大的零售通路商沃尔玛的利润表之外，现在我们也来看看中国大陆大型家电连锁业苏宁电器的利润表。

2004年苏宁电器在深圳证券交易所上市，在竞争激烈的家电连锁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场中，苏宁电器在 2006 年中报的门店有 286 家，较 2005 年底的 221 家又有大幅的增长。就像前面提到的沃尔玛靠着快速的展店获得大量营收一样，苏宁电器的主营业务收入约有人民币 159 亿元，较 2004 年增长约 75%，主营业务利润约 15 亿元，年增长率也大约为 74%，主要原因是连锁店数量的增加、纵向和横向市场布局的逐步深入、连锁网络规模的扩大和完善以及既有连锁店逐步趋于成熟，使得主营业务收入和主营业务成本均有一定幅度的增长。

表 5-4 是苏宁电器 2005 年的利润表，它的格式和先前介绍的沃尔玛的利润表也很相似。此外，我们可以从公司每年发布的年报中，获知许多和公司经营状况及财务相关的数据和资讯。

表 5-4　　苏宁电器股份有限公司合并利润表　　单位：千元人民币

会计期间终止日：12 月 31 日	2005		2004	
主营业务收入	15 936 391	100%	9 107 247	100%
减：主营业务成本	14 416 830	90%	8 235 960	90%
主营业务利润	1 519 561	10%	871 287	5%
减：营业、管理及财务费用	1 876 969	12%	940 749	6%
加：其他业务利润	912 034	6%	361 735	2%
营业利润	554 626	3%	292 273	2%
营业外收(支)	-4615	0	-5276	0
税前利润	550 011	3%	286 997	2%
所得税	177 473	1%	96 522	1%
少数股东权益	21 908	0	9272	0
净利润	350 630	2%	181 203	1%
补充资料：				
项目				
出售、处置部门或被投资单位所得收益	-17 923			

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苏宁主要的营收是来自空调和黑色电器的销售，共占总营收约45%，然而毛利率较高的是数码产品及IT设备，约有15%。**我们除了要知道一家企业的营收主要产生自哪些产品外，还要了解哪些产品会帮企业赚钱。**

另外，如果分地区来看苏宁电器的营收，华东就占了总营收的约54%，显示苏宁的主要经营区域是在江苏附近的一级城市，例如南京和上海。就像看沃尔玛的利润表一样，我们也要考虑来自同业大规模开店的竞争压力状况、城市市场的饱和度等因素。在快速展店的同时，营收是等比例地增长呢？还是店开得越多产生的成本越高，反而使得单店的利润越来越少？

另外也要和大陆大型家电连锁业另一巨头国美电器相比较。国美在2006年中报披露的门店已有334家，在11月与永乐合并后，门店数更将大幅提升。在2005年的财务报表中，国美营收大约179亿元，主营业务利润约16亿元，都和苏宁相去不远，销售品类主要也是影像产品和空调等家电，可见与苏宁竞争激烈。国美整体的毛利率约9%，较苏宁的14%低，显示国美低价竞争的策略可能比苏宁更凶悍。按地区收入贡献来看，国美主要的营收也来自一级大城市，北京、天津、深圳及广州共占全部收入的50%。另外，在大量增设门市及扩充零售网络的同时，也会增加大量的营销费用等支出，苏宁的销售和管理费用占营收比率为11.6%，国美则为8.3%。就像沃尔玛和Kmart在如此低毛利率的产业型态下竞争一样，我们可以发现国美以较低的营销费用使得利润率能有4.3%，而相对地苏宁的利润率只有2.2%，由此可以看出，国美目前似乎较占优势。

>> 面对企业真实的经营绩效与竞争力

获利是企业经营绩效的最重要衡量指标，一般公认会计准则希望协助经理人及投资人公允地衡量获利。身为一个经理人，必须以更严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苛的态度，面对企业“真实的”绩效。当你发现自己公司的关键竞争指标（例如营业成本与营收的比率、资产报酬率或存货周转率）长期、持续地输给主要竞争对手（例如Kmart之于沃尔玛、惠普之于戴尔），会不会有种心惊胆战的感觉？财务报表无法告诉你应该采取什么作为，但它直截了当地吐露企业相对竞争力的强与弱，促使经理人重新反省自己是否有效地执行管理活动。此外，投资人也应该避开那些由财务报表就可以明显看出缺乏竞争力的公司。

参考资料

* 瑞姆·夏蓝（Ram Charan），2004，《成长力：持续获利的策略》(*Profitable Growth is Everyone's Business*)。台北：天下文化。

（中文简体版：拉姆·查兰，《增长力：持续赢利，人人有责》，电子工业出版社，2004）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 别只顾加速，却忘了油箱没油——现金流量表的原理与应用

韩国电视连续剧《商道》是近年来不可多得的探讨商业活动的好戏，戏中描述19世纪初的韩国商人林尚沃，如何由贫无立锥之地奋斗成功，跃居为韩国第一富商。林尚沃早年在济州的湾商工作，竞争对手松商野心勃勃，想尽一切办法欲并吞湾商，以便扩充其商业地盘。《商道》中有段十分发人深省的情节：松商收买了湾商的“高阶经理人”郑治寿，要求他想办法打击湾商。郑治寿利用湾商“总经理”及各店店主出差的机会，以查账为借口，要求湾商的所有事业单位交出“财务报表”（账册），以便让他找出湾商的罩门。经过深入分析后，郑治寿发现，当时湾商在大定江海口与清朝商人的黑市交易，不仅数量庞大，而且收取现金，因此成为湾商事业体系的资金引擎。发现了这个罩门之后，郑治寿建议松商“总裁”说服济州的地方政府，禁止清朝商人到大定江海口进行黑市贸易。这一招果然卡住了湾商现金流量的咽喉，使湾商立刻陷入经营危机。

这种因现金流量突然萎缩所产生的困境，在古今中外的商界不断重演，有时连企业绩优生也不例外。

杰出的企业家都深深懂得现金流量的重要性。

通用电气前首席执行官杰克·韦尔奇（Jack Welch）曾宣称：“如果你有三种可以依赖的度量方法，应该就是员工满意度、顾客满意度和现金进账。”IBM前首席执行官郭士纳则认为，要确保股东的持股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值，必须特别注意："市场占有率上升，是否使现金流量增加，这里所说的是扣除所有费用后的现金流量，不是恶名远播的税前盈余和胡说八道的试算盈余（财务预测）。"

1993年，面对戴尔第一季、也是唯一一季的严重亏损时，总裁戴尔反省说："我们和许多公司一样，一直把注意力放在利润表的数字上，却很少讨论现金周转的问题。这就好像开着一辆车，只晓得盯着仪表板上的时速表，却没注意到油箱已经没油了。"因此，他宣称："戴尔新的营运顺序不再是'增长、增长、再增长'，取而代之的是'现金流量、获利性、增长'，依次发展。"戴尔如此的自我检讨，让我想起一位F1赛车名将所说的至理名言："想先驰得点，你必须先抵达终点。"对企业而言，让现金流量不中断，是抵达终点的最基本条件。

本章将先介绍现金流量表的基本原理和概念。其次，以沃尔玛2006年的现金流量表为范例，说明如何解读经营、投资及筹资活动的现金流量。接下来，笔者以沃尔玛相对于Kmart、戴尔相对于惠普的现金流量形态，进一步说明现金流量表与竞争力衡量的关系。最后，本章用联想集团有限公司的例子，介绍中国大陆财务报表中现金流量表的特性。

>> 搞懂现金流量表的基本武功原理

编制现金流量表的目的，是解释资产负债表中企业的现金部分，在会计期间如何因经营、投资及筹资活动而增加或减少。国际会计准则1992年发布现金流量表，取代之前的财务状况表。因此现金流量表是最晚诞生，也可能最不被经理人与投资人了解，却是企业生存最重要的凭借。

回收现金是企业经营的最基本原则。就经营活动而言，由顾客端

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所收取的现金，必须大于支付生产所需的现金（工资、材料、水电、房租等）；就投资活动而言，投资期间现金的总回收，必须大于现金的总支出；就筹资活动而言，不管是短期或长期借款，经过一段时间后，必须连本带利一并归还。

这么简单的原则，却由于必须对企业进行定期的绩效评估（也就是计算当期损益），经常遭到误解及扭曲。举例来说，根据收入确认原则，只要企业管理者认为信用交易符合“赚得”及“实现”两个标准，信用销售就可以算成是收入，进而提高净利。但是在应收账款尚未回收前，这笔销售交易事实上并未全部完成。部分企业以浮滥的信用制度来增加营收，随后却可能面临应收账款成为坏账的困境。对销售人员而言，获得订单并顺利出货是他们工作的重点；但对企业而言，倘若无法收回现金，这笔交易不但不能为企业创造任何经济价值，还增加了企业的财务风险。

企业的**现金存量**（stock）与**现金流量**（flow）可能有极大的不同。2006年，沃尔玛的资产负债表显示它的期末现金（存量）约有64亿美元，仅占总资产的5%左右。但是，沃尔玛当年的销售金额高达3,124亿美元，加上庞大的扩店资金支出（约145亿美元），现金流量的总额十分惊人。

造成现金改变的活动有三大类：

1. **经营活动**：指的是所有能影响利润表的营业活动，例如销售及发放薪资费用。

2. **投资活动**：主要指取得或者处分长期资产的活动。例如购买土地、厂房、设备，或出售既有固定资产。

3. **筹资活动**：包括企业的借款、还款、支付现金股利、购买公司库藏股及现金增资等活动。

有时一笔交易可能包含造成现金流量改变的不同活动类型，例如企业偿还向银行贷款的本金及利息，本金部分属于筹资活动，利息部分则属于经营活动（因为利息费用影响了利润表）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 了解现金流量表的概念架构

想要了解现金流量表的概念架构，必须回到第四章介绍的会计恒等式：

资产=负债+所有者权益

在此，我们特别将资产划分为现金资产与非现金资产。其中非现金资产包括短期流动资产（例如应收账款及存货等）与固定资产（例如土地、厂房、设备等）。因此，会计恒等式可以写成：

现金+非现金资产=负债+所有者权益

经过移项可得到以下公式：

现金=负债+所有者权益−非现金资产

若以△代表每一类会计项目的“期末金额减去期初金额”（也就是当期的变化量），则上述公式可改写为：

△现金=△负债+△所有者权益−△非现金资产

也就是说，当负债增加或所有者权益增加（如办理现金增资）时，都会使现金流量增加。但若是增加应收账款、存货与固定资产等非现金资产的项目，则会使现金流量减少。

>> 用两招编制现金流量表

现金流量表的编制，可分成“直接法”和“间接法”两种方法，主要差别在于对经营活动现金的表达方法不同。如果以直接法编制，特点是直接列举造成经营活动现金流入及流出的项目，也就是经营活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动中现金的来源渠道和用途；而间接法则由利润表的净利润金额出发，经过加减相关项目的调整（稍后详述），最后得到经营活动现金净流入或净流出的金额。至于投资及筹资活动的现金流量不存在调整问题，因此在表达方法上，直接法与间接法没有不同。在实务上，目前国际上大部分公司是以间接法来编制现金流量表。

经营活动现金的净流入或净流出，可想成类似现金基础下公司的获利或亏损。通过观察现金流量表，我们就可以了解应计基础与现金基础下获利数字的差异。以刘备公司为例（请参阅表 6-1），读者可以对比用直接法与间接法编制的现金流量表，由该表可看出，**两种方法最主要的差别，在于对经营活动现金的表达方法不同。**

表 6-1　　刘备公司现金流量表

会计期间终止日：2006 年 12 月 31 日　　单位：百万元

直接法		间接法	
经营活动现金		经营活动现金	
		净利	9000
收取顾客货款	35 000	应收账款增加	-2200
支付员工薪资	-20 000	应付薪资增加	3000
支付货款	-3200	应付账款增加	2000
经营活动现金净流入	11 800	经营活动现金净流入	11 800
投资活动现金		投资活动现金	
计算机设备投资	-3000	计算机设备投资	-3000
投资活动现金净流出	-3000	投资活动现金净流出	-3000
筹资活动现金		筹资活动现金	
支付现金股利	-11 600	支付现金股利	-11 600
筹资活动净流出	-11 600	筹资活动净流出	-11 600
本期现金净减少	-2800	本期现金净减少	-2800
现金余额(2006 年 1 月 1 日)	4000	现金余额(2006 年 1 月 1 日)	4000
现金余额(2006 年 12 月 31 日)	1200	现金余额(2006 年 12 月 31 日)	1200

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间接法调整项说明

间接法是一般公司编制现金流量表最常用的方法，但它所牵涉的调整项目往往让初学者不易了解。为了方便读者理解，笔者将在下文讨论三个例子，说明利润表的净利要经过哪些调整才能得到经营活动的现金流量。

1. 由净利加回折旧费用

为什么必须把折旧费用加回净利，来计算经营活动的现金流量？请看以下释例。

释例：

假设刘备公司今年的净利为 21 万元，折旧费用为 2 万元，那么刘备公司今年的经营活动现金是多少？（假设刘备公司一切营业交易都以现金进行。）

按照应计基础下净利的定义：

净利=（收入−不含折旧费用的费用）−折旧费用

注意此处假设交易都以现金进行，因此：

净利=（现金收入−现金支出）−折旧费用

经过移项后：

（现金收入−现金支出）=净利+折旧费用

按照定义，

经营活动现金净流入=（现金收入−现金支出）

因此，我们得到以下的关系：

经营活动现金净流入=净利 +折旧费用

=21 万+2 万

=23 万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然在现金流量表的经营活动中，折旧费用是正向调整（即由净利加回折旧费用 2 万元），但是我们不该说折旧费用是公司现金的来源。正确的解释应该是：由于折旧费用并没有造成实质现金的支出，在应计基础观念下，净利的计算高估了今年经营活动现金的流出，进而低估了经营活动现金的净流入。因此在调整过程中，必须由净利加回折旧费用。

2. 由净利加回处理资产损失

为什么必须把处理资产损失加回净利，来计算经营活动现金流量？请看以下释例。

释例：

假设刘备公司今年的净利为 21 万元，在投资活动中，出售旧设备 1 台得款 2 万元。由于该设备的账面价值为 3 万元，必须承认处理资产损失 1 万元，那么刘备公司今年的经营活动现金是多少？（假设刘备公司一切营业交易都以现金进行。）

按照应计基础下净利的定义：

净利=（收入−费用）−处理资产损失

注意此处假设交易都以现金进行，因此：

净利=（现金收入−现金支出）−处理资产损失

经过移项：

（现金收入−现金支出）=净利+处理资产损失

按照定义，

经营活动现金净流入=（现金收入−现金支出）

因此，我们可以得到以下的关系：

经营活动现金净流入=净利+处理资产损失

=21 万+1 万

=22 万

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在现金流量表上，处理资产所获得的2万元，应该列入今年投资活动的现金流入。而处理资产损失的1万元，虽然在现金流量表的经营活动现金中是正向调整，但不该说它是现金的来源。正确的解释应该是：处理资产损失虽然列入净利的减项，实际上公司今年并没有为此造成任何现金支出。在应计基础观念下，净利高估了今年经营活动现金的流出，低估了经营活动现金的净流入。因此在调整过程中，必须由净利加回处理资产损失。同理可知，如果处理资产有利得，也必须将利得从净利中扣除，才能计算出经营活动的现金流量。

3. 经营性应收应付项目的调整

关于经营性应收应付项目的调整方向，让我们暂时抛开严谨的会计推理，运用以下的直观思维来理解。

* 应收账款增加：代表还没收到钱，会对现金产生不利的影响，因此调整项为负向；反之，若应收账款减少，代表已经收回现金，将对现金产生有利影响，因此调整项为正向。

* 存货增加：代表还没收到钱，会对现金产生不利的影响，因此调整项为负向；反之，若存货减少，代表已经销售，将对现金产生有利影响，因此调整项为正向。

* 应付账款增加：代表还没付钱，会对现金产生有利的影响，因此调整项为正向；反之，若应付账款减少，代表已经付出现金，将对现金产生不利影响，因此调整项为负向。

简单地归纳，凡是应收项目增加，代表还没收到现金，都作现金流量的负向调整；反之，若应收项目减少，代表已经收到现金，都作现金流量的正向调整。相对地，凡是应付项目增加，代表还没付钱，都作现金流量的正向调整；反之，若应付项目减少，代表已经付钱，都作现金流量的负向调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 看看世界第一商家沃尔玛的现金流量表

我们以沃尔玛的现金流量表为例，观察经营、投资、筹资三大类型活动对现金流量造成的影响（参阅表 6–2）。

沃尔玛的现金流量表显示，2006 年它的货币资金由期初的 54.88 亿美元，增加到期末的 64.14 亿美元（请参阅报表底部），增加金额为 9.26 亿美元，其中经营活动的现金净流入为 176.33 亿美元。投资活动的净现金流出是 141.83 亿美元，主要用途是支付土地、厂房、设备（高达 145.63 亿美元），处理固定资产则回收了 10.49 亿美元的现金。筹资活动则净流出 24.22 亿美元，最主要的现金用途是购买自家公司股票（高达 35.8 亿美元）与支付现金股利（25.11 亿美元）。至于长期负债，2006 年沃尔玛发行了 76.91 亿美元，但也清偿了 27.24 亿美元，因此净增加金额为 49.67 亿美元，大于通过商业本票筹资的金额 7.04 亿美元。

由于经营活动现金的调整过程容易造成误解，所以在此简单地解释：2006 年，沃尔玛的净利是 112.31 亿美元，因为折旧未使用现金，所以加回 47.17 亿美元；应收账款在本期中增加，因此调整数为减去 4.56 亿美元；存货增加了 17.33 亿美元，属于负向调整；至于应付账款及应计负债则大幅增加了 33.83 亿美元，属于正向调整。经过这一系列的调整，沃尔玛由经营活动所产生的现金净流入为 176.33 亿美元，远高于净利 112.31 亿美元，差额达到 64.02 亿美元（约占净利的 57%）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6–2　　　　沃尔玛合并现金流量表　　单位：百万美元

会计期间终止日：1 月 31 日	2006	2005
经营活动的现金流量		
净利	11 231	10 267
调整项		
折旧	4717	4264
应收账款增加	(456)	(304)
存货增加	(1733)	(2494)
应付账款及应计负债增加	3383	2670
其他	491	641
经营活动的净现金流入	**17 633**	**15 044**
投资活动的现金流量		
支付土地厂房设备	(14 563)	(12 893)
国际投资	(601)	(315)
处理固定资产	1049	953
其他	(68)	(96)
投资活动的净现金流出	**(14 183)**	**(12 351)**
筹资活动的现金流量		
商业本票增加	(704)	544
发行长期负债增加	7691	5832
购买公司股票	(3580)	(4549)
支付现金股利	(2511)	(2214)
清偿长期负债	(2724)	(2131)
其他筹资活动	(594)	(91)
筹资活动的净现金流入	**(2422)**	**(2609)**
现金汇兑利得	(102)	205
本期货币资金增加数	926	289
期初货币资金余额	5488	5199
期末货币资金余额	6414	5488
补充资料		
支付所得税	5962	5593
支付利息	1390	1163

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 由经营活动现金流量看竞争力

观察企业获利与经营活动现金净流入（或流出）的关系，是检视企业体质与竞争力的基础。企业获利与其经营活动现金流量间的关系，分成以下两大类型：（1）获利与经营活动现金流量呈正方向变动；（2）获利与经营活动现金流量呈反方向变动。

获利与经营活动现金流量呈正方向变动

- 获利增加，经营活动现金净流入增加。

营运正常的企业，获利及经营活动的现金流量都应该为正。当获利增长时，经营活动的现金流量也应当随之增长，甚至在部分企业，其经营活动现金流量的增长速度远高于获利的增长速度。例如沃尔玛2005年的获利为102.67亿美元，2006年为112.31亿美元，增长了9.39%。相对地，2005年的经营活动现金净流入为150.44亿美元，2006年为176.33亿美元，增长了17.21%。造成沃尔玛2006年经营活动现金流量增长率远高于净利增长率的主要原因如下：

1. **应收账款增长控制得当。**从资产负债表和利润表可以看出，沃尔玛2006年的营收增长约272亿美元（3124亿美元–2852亿美元），但应收账款却仅增加9.47亿美元（26.62亿美元–17.15亿美元），表示大部分的销售成绩都已经反映在现金的流入里面。对于成长型企业来说，这是十分难得的情形。

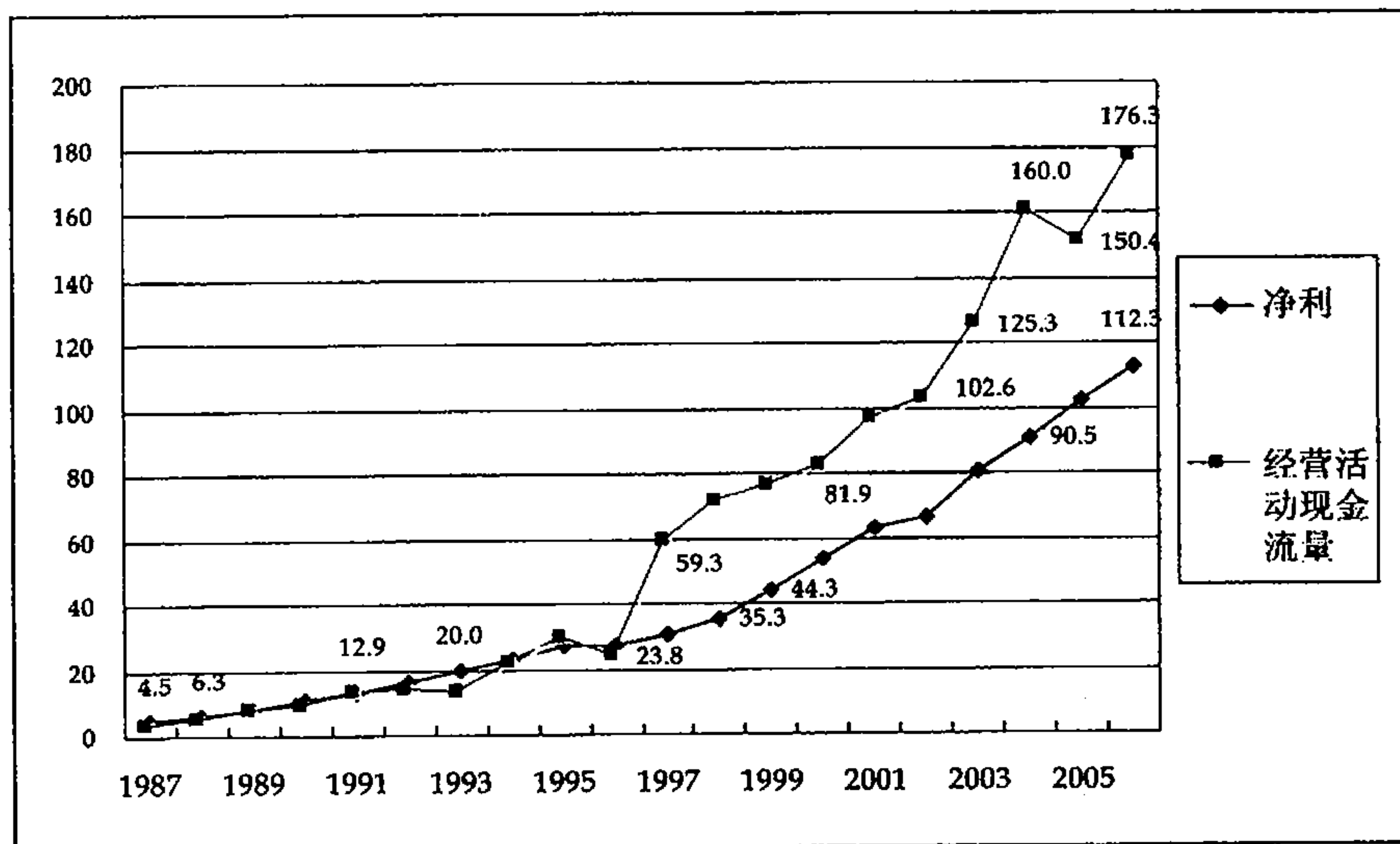
2. **存货增长控制得当。**存货增长率为8.2%，低于营收增长率(9.54%)，这也是沃尔玛内部自行制定的绩效指标。

3. **应付账款大幅增长。**应付账款增长率为15.4%，高于营收增长率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种现象反映通路业者的常态——收款快，付款慢。财务健全且谈判力强的通路商，比较容易因收款及付款的时间差，扩大净利及经营活动现金净流入的差距。自 1987 年至 2006 年间，除了 2005 年因为前一年应付账款及应付票据的大幅增长，使得经营活动现金流量小幅下滑外，沃尔玛的经营活动现金流量与净利均呈现同步增长（请参阅图 6-1）；从 20 世纪 90 年代后期开始，沃尔玛经营活动现金流量的增长率甚至明显高于净利增长率！

图 6-1　　沃尔玛经营活动现金流量与净利　　单位：亿美元



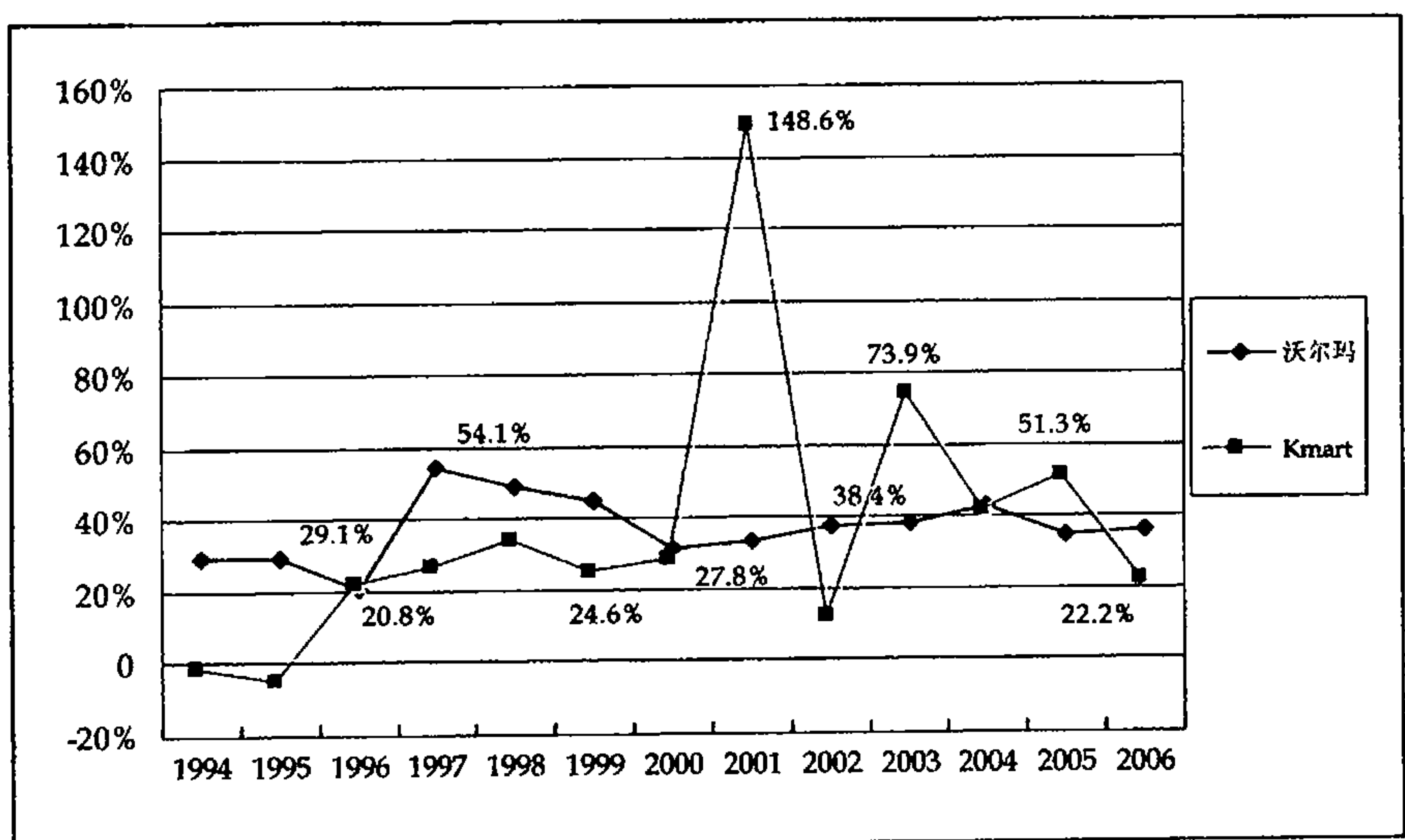
庞大的经营活动现金净流入，能提供企业更大的财务弹性。2006 年，除支付当年全部投资活动现金需求（141.83 亿美元）外，沃尔玛的经营活动现金仍能充分支持公司的筹资活动（买回公司股票 35.8 亿美元、支付现金股利 25.11 亿美元）。

在第四章，读者观察到近年来沃尔玛与戴尔的流动比率（流动资产÷流动负债）都非常低，2006 年沃尔玛的流动比率甚至只有 0.9。在一般的财务报表分析中，这种情形会被质疑为流动性不佳，笔者却认

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为这反而是通路产业经营效率与竞争力的表现。不过，作出这种解释要十分小心，如果一个公司维持相当低的“存量”，就必须有能力创造出卓越的“流量”。如果我们以经营活动现金流量占流动负债的比率，检视沃尔玛与戴尔应对流动负债的能力，可以看出除了少数年度之外，它们这个比率几乎都高于竞争对手 Kmart 及惠普科技（请参阅图 6-2、图 6-3）。就 Kmart 来说，在 2001 年该比率突然由 2000 年的 27.8%暴增至 148.6%，主要是因为 Kmart 遭遇了财务困难，供货商要求以现金提货或缩短可赊账时间，以致流动负债大量减少所造成的，并不是创造现金能力的加强。对戴尔而言，在 1993 年该比率小于惠普是由于当年出现应收账款及存货失控的情形，因此出现了经营活动现金净流出的异常现象。

图 6-2　　　沃尔玛与 Kmart 的经营活动现金/流动负债



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6-3　　惠普科技与戴尔电脑的经营活动现金/流动负债

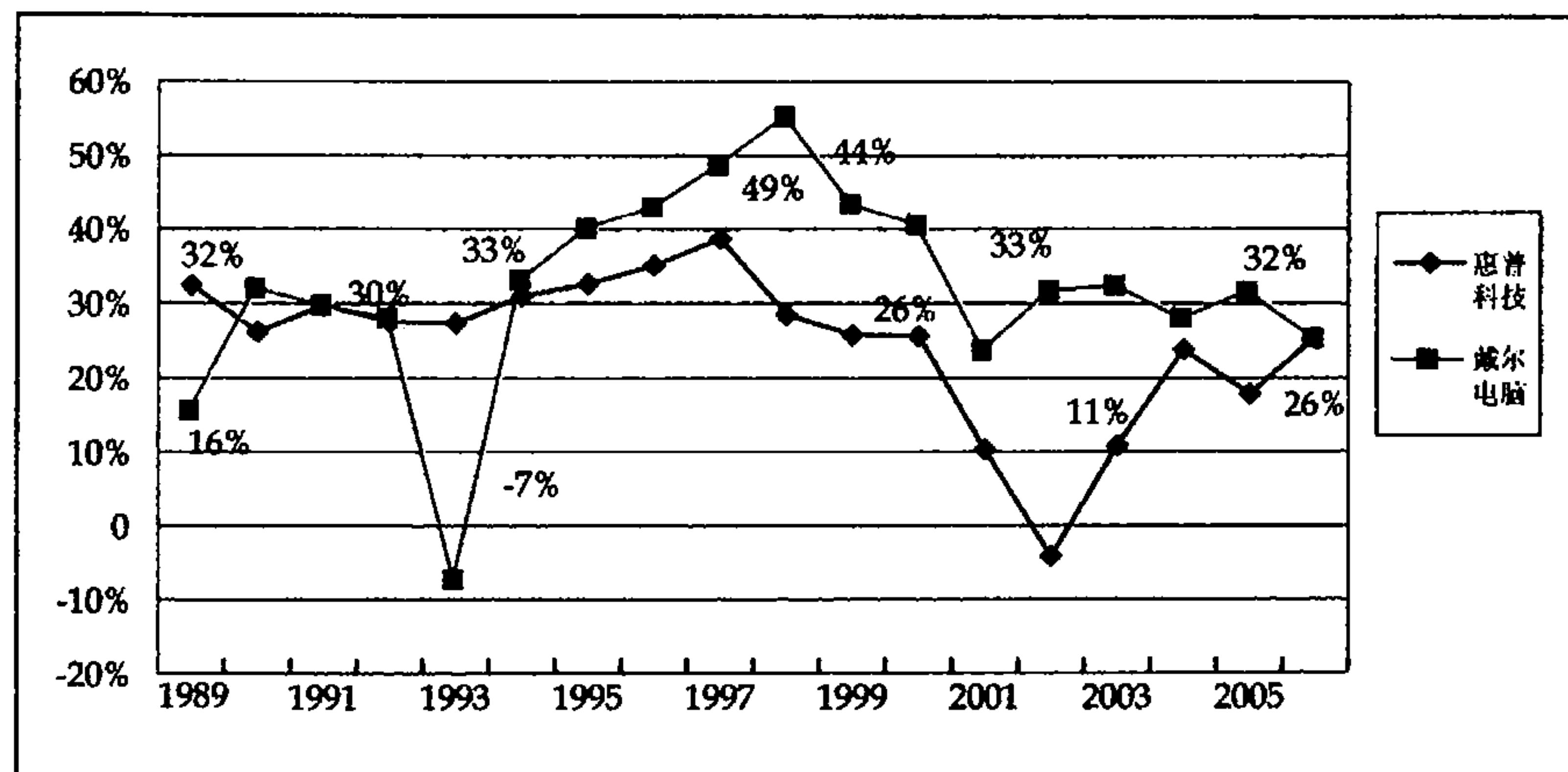
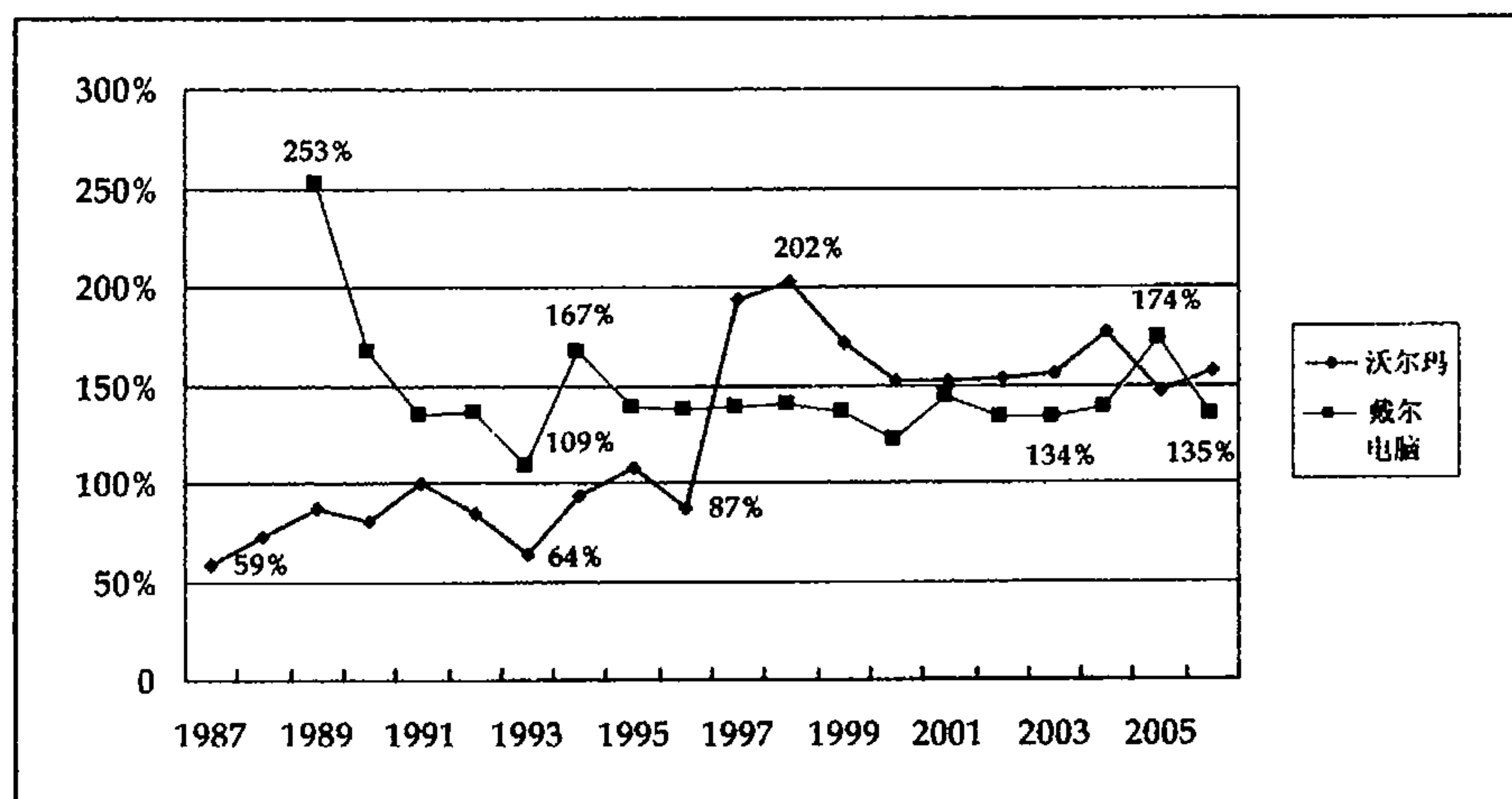


图 6-4　　沃尔玛与戴尔电脑的经营活动现金/净利



沃尔玛创造现金的能力，也可以由经营活动现金流量与净利的比率看出（请参阅图 6-4）。该比率衡量公司创造 1 美元净利时，可为公司在经营上带来多少现金流量。沃尔玛创造经营活动现金流量的能力十分强——20 世纪 80 年代，沃尔玛每 1 美元的净利，只带来约 0.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元的经营活动现金流量；但在 2000 年以后，沃尔玛每赚 1 美元的利润，却可为公司带来约 1.6 美元的经营活动现金流量。这些现金其实就是供货商提供的无息资金，能为股东带来降低资金成本的实质经济利益。戴尔的经营活动现金流量与净利之间的关系，和沃尔玛的模式十分类似。2000 年以后，戴尔每 1 美元的净利，大约可以带来 1.3 美元的经营活动现金流量。以两者创造经营活动现金流量的能力来看，它们都是竞争力超级强悍的公司。

然而，通路商如果没有沃尔玛或戴尔的规模优势及管理效率，却刻意通过拉长应付账款或其他应计负债的支付期间，以追求经营活动现金净流入的扩大，可能会造成副作用。因为拉长应付的流动负债项目，有可能使供货商采取以下不利于该通路商发展的行为：

1. 提高售价或不愿降价，以降低供货商提供无息资金的机会成本。

2. 降低优先供货的意愿（特别在旺季缺货或针对某些热门商品)。

3. 降低供货质量（特别是产品质量难以验证之时)。

4. 怀疑清偿货款的能力（特别在景气低迷或公司财务体系不佳之际)。

那么，如何知道上述的负面因素已产生？一个征兆是：当应付账款增加，而营收衰退或增长不如预期时，可能代表这些负面因素正发生作用。另外值得注意的一点是：拉长付款时间所获得的经济效益，也会由于利率维持在低档而随之降低。

此外，沃尔玛以递延应付账款取得经营活动现金的方式，主要是建立在信用交易高度发达的美国经济体系之上，它本身也有强大的议价能力与健全的财务结构。

相对地，如果在信用制度不健全的国家或地区，通路商较难进行信用交易，或赊欠时间较短，或必须以现金取货，因此当公司扩张时，应付账款金额的增长会较小。由于无法取得供应商充分的融通营运资金，部分通路商不得不集中全力提高存货周转率，以迅速取得现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金。至于规模较小的通路商，可能采取与沃尔玛相反的营运资金管理策略，例如尽可能以现金或短期票据支付货款，以取得供应商较佳的交易条件，包括价格折让、优先供货、良好品质及售后服务等。

一个公司能产生正常的经营活动现金流量，往往是资本市场对该公司建立信心的重要来源。以著名的网络书店亚马逊（Amazon）为例，1999 年它的每股股价曾高达 132 美元，但是在网络股股价泡沫化的过程中，始终无法获利，使投资人失去信心，股价在 2001 年最低曾跌到 6 美元左右。

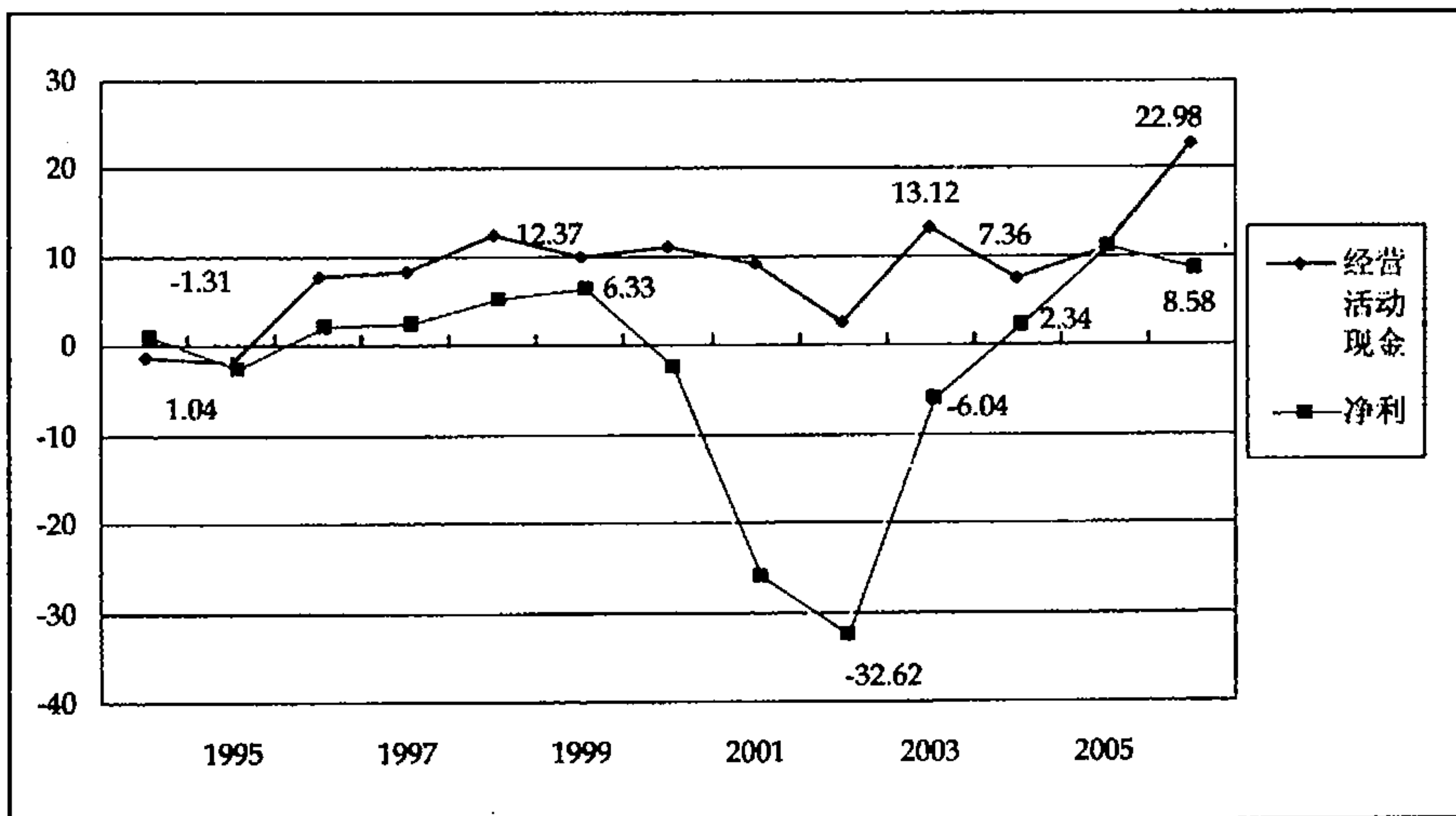
但是，亚马逊近年来的获利快速改善。2000 年，亚马逊仍然亏损 14.11 亿美元；2001 年，亏损缩小到 5.67 亿美元；2002 年，亏损进一步减少到 1.49 亿美元；到了 2003 年，亚马逊第一次获利 3500 万美元；至 2005 年，亚马逊的获利已增长至 3.59 亿美元。2000 年，亚马逊的经营活动现金净流出 1.3 亿美元；2001 年净流出 1.19 亿美元；到了 2002 年，出现公司成立以来首次的经营活动现金净流入，金额达到 1.74 亿美元，令投资人大为振奋。2005 年，亚马逊的经营活动现金净流入已经增长到 7.33 亿美元。亏损缩小、经营活动现金由净流出变成净流入的现象，证明亚马逊已经找到了一个可以获利的商业模式。因此，即使这几年全球经济持续不景气，亚马逊的股价却逐步上升，在 2006 年 10 月底达到每股 38 美元左右。

- 获利减少，经营活动现金净流入减少，甚至变成净流出。

这种情况为营运衰退型公司的常态。持续性的经营活动现金净流出，可能会导致财务危机。以 Kmart 为例，1990 年代，它的经营活动现金与净利都微幅增加，呈现正向关系；但在 2000 年到 2003 年间，Kmart 的获利大幅衰退，甚至产生严重亏损，它的经营流动现金也呈衰退趋势（请参阅图 6-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6–5　　Kmart 经营活动现金与净利　　单位：亿美元



获利与经营活动现金流量呈反方向变动

企业获利与经营活动现金流量呈现反向变动，是比较不寻常的现象，我们分成下列两种情况来讨论。

- 获利增加，但经营活动现金流量减少，甚至成为净流出。

对于财务报表，大多数经理人及投资人关注的焦点，都放在利润表的净利变化上，而非现金流量，因此这种异常的情形，最容易导致误判。一般而言，造成这种“似强实弱”现象的最主要原因是：

1. **应收账款大量增加**：此现象显示，公司可能以更宽松的信用交易条件来提高销售，进而美化获利，例如提供财务不健全的客户信用额度、延长还款期间等。如果有下列三种现象存在，则应收账款质量不佳的情况会更加严重：（1）应收账款来自于关系企业，未经过正常的信用调查；（2）应收账款集中于单一或少数客户；（3）应收账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款来自于财务不健全的企业。

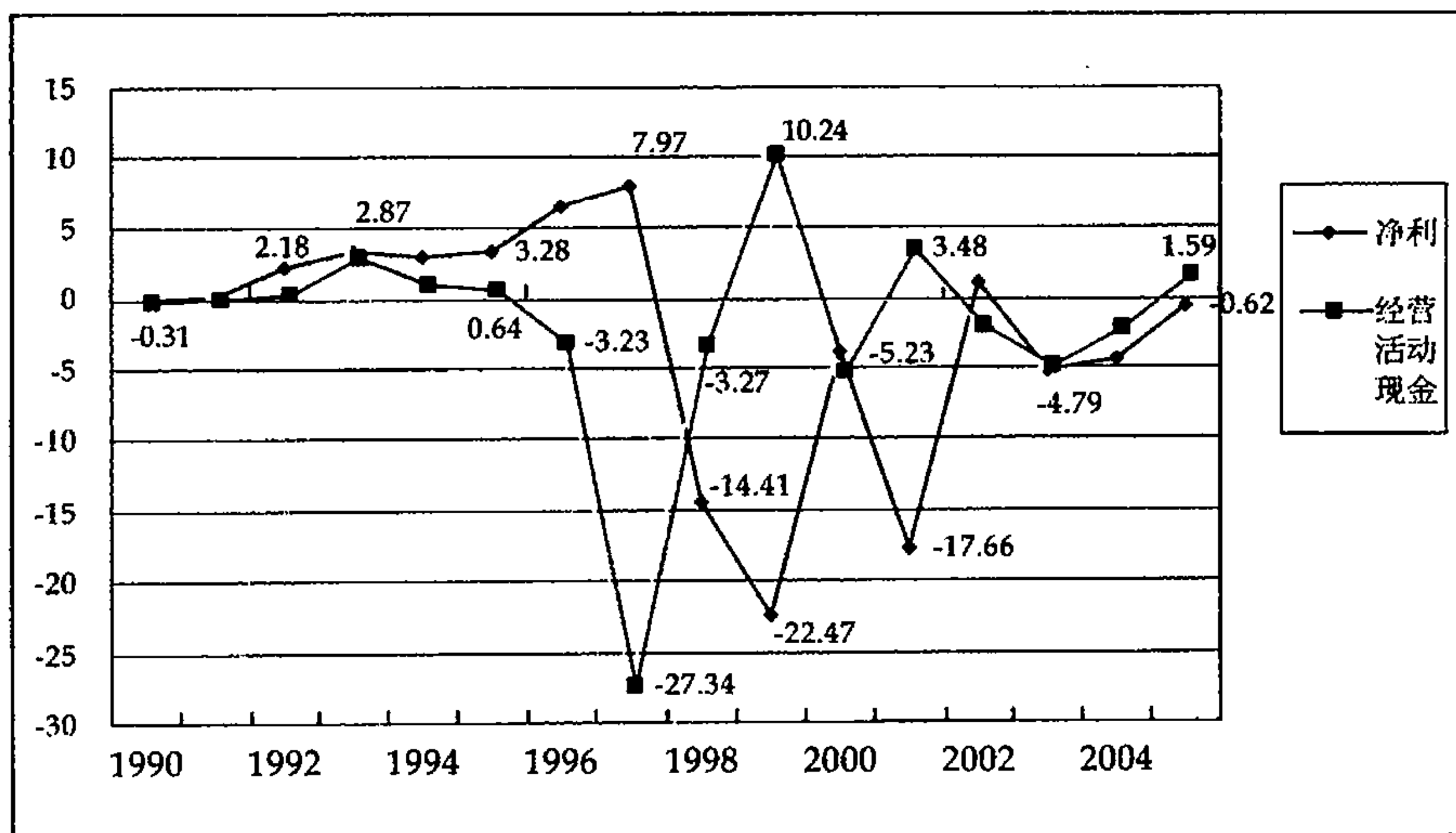
2. **存货大量增加**：此现象显示，公司以销售取得经营活动现金的能力大幅降低。如果有下列情形则问题会更加严重：（1）电子、时尚、服饰等产品的存货生命周期很短，很容易造成未来的存货跌价损失；（2）未完成的“在制品”（work in process），是以投入制造的生产成本入账（材料成本及人工成本等），其质量难以验证，很可能实际上已变成了废品。这些“在制品”存货的风险特别高，必须审慎处理。

根据过去的经验，营收及获利快速增长的公司若发生财务危机，多半是因为应收账款及存货暴增。也就是说，这些公司无法维持增长中的营运纪律，往往为了冲高营收及账面获利，忽略了现金流量才是企业生存的真正基础。

举例来说，台湾的力广科技（原力捷电脑，2003 年 1 月改名为力广科技）1995 年的获利为新台币 3.3 亿元，经营活动现金流入为 6300 万元；1996 年，获利倍增为 6.5 亿元，但是经营活动现金却为净流出 3.2 亿元；1997 年，获利进一步增加到接近 8 亿元，经营活动现金净流出也扩大到 27.3 亿元（请参阅图 6-6）。1998 年，力广科技才正式认列高达 14.4 亿元的亏损。不过，从经营活动的现金流量中，我们早已能看到显著的不正常现象。造成力广现金严重失血的主因，正是应收账款及存货暴增。获利增加，伴随着经营活动现金流量的衰退，正是企业体质“似强实弱”的征兆，经理人及投资人必须十分警觉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6-6　　力广科技的经营活动现金流量与净利　　单位：亿元新台币

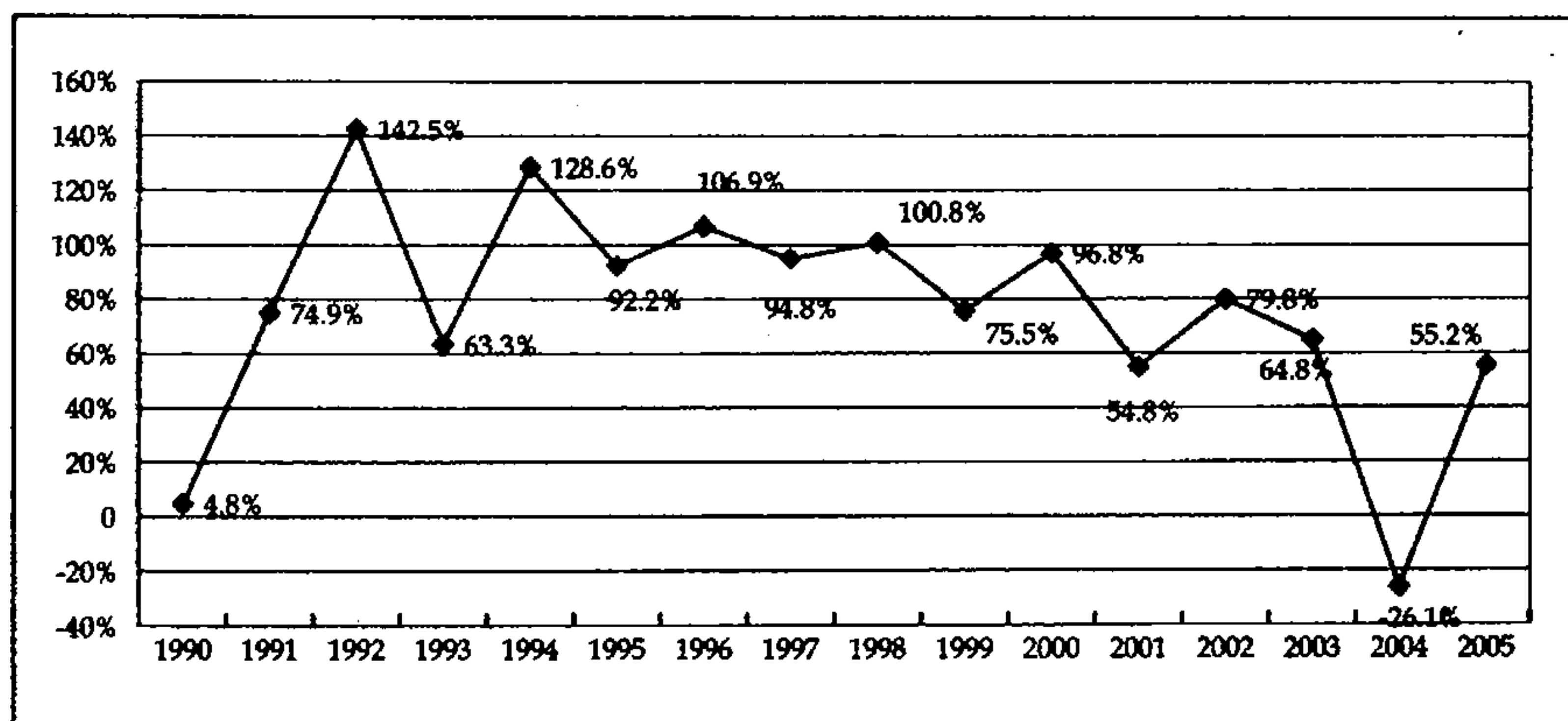


然而，部分公司的经营活动现金大量减少，不见得都是负面现象，必须分析发生的原因。以台湾的华硕计算机为例，2001 年的获利为新台币 162 亿元，较 2000 年的 156 亿元小幅增长，经营活动现金却由 151 亿元大幅萎缩到 88 亿元。之所以看起来不太正常，主因是华硕经营活动现金的调整项目中，多了一项“以交易为目的的短期投资”，金额高达 66 亿元。也就是说，华硕花了同额现金进行短期投资，造成现金流出，而不是因应收账款或存货暴增所引起。只要该项流动资产的安全性与流动性良好，应该就在可以接受的范围内。又如部分公司的本期经营活动现金流入良好，且对未来营运乐观，它们也可能大量偿还应付账款，以降低负债比例，这些都是合理的经营作为。

图 6-7 显示了华硕经营活动中现金占净利的百分比，从中可以发现这个比率由 1992 年 142.5% 的高点，一路下降到 2005 年 55.2% 的低点，代表它创造经营活动现金流量的能力有所削弱。这种现象的主要原因是：笔记本电脑的销售占华硕营收的比例越来越高，而生产笔记本电脑会创造较高额的存货金额，以致减少了经营活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6-7　　华硕经营活动现金/净利



动现金流量。

● 获利减少，经营活动现金流入增加。

这种情形看似矛盾，它通常出现在正式清理过去错误的决策、且目前经营开始有所改善的时候。企业面对过去错误的决策，经常同时伴随着承认损失的会计调整。举例来说，美国著名食品公司家乐氏(Kellogg’s) 2000 年的净利为 5.87 亿美元，2001 年衰退至 4.73 亿美元(衰退了 19%)。在承认之前的营运决策错误并作调整后，家乐氏的经营活动现金净流入便由 2000 年的 8.8 亿美元，快速增长到 2001 年的 11.32 亿美元（增长了 28.6%)。至于家乐氏的净利，则在 2002 年及 2003 年快速增长到 7.21 亿美元及 7.87 亿美元。前文所讨论的力广科技，在 1998 年承认巨幅亏损新台币 14.4 亿元后，经营活动现金反而成为净流入，呈现与净利反方向的变化。在该年度，因为力广一方面大量提列坏账、存货跌价及投资损失，以反映经营问题；一方面加紧推行回收应收账款与处理存货等危机因应，使企业朝体质改善的方向发展。

短期来说，企业获利与经营活动现金的流动方向可能不同；但长期来看，两者的发展趋势必定归于一致。就企业活动的本质而言，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须能创造经营活动的现金净流入；对投资人来说，经常出现经营活动现金净流出的企业，绝大多数都没有投资价值。

>> 投资、筹资活动现金流量的管理意义

经营活动现金流量的变化，可以反映企业经营活动的形态，以及因此产生的竞争力；而投资及筹资活动现金流量的变化，则反映了经理人对公司前景的信心与看法。企业投资活动现金的流出，大多为购买固定资产（例如土地、厂房、设备）或增加长期股权投资；反之，企业处理固定资产或减少长期股权投资，则会带来投资活动的净现金流入。投资活动的效益往往不能立即显现，如果只是观察企业投资金额的变化，很难评估其管理意义。

值得注意的是，由投资活动现金可以推测公司的发展情况。高度增长且对未来乐观的公司，往往会将经营活动带来的现金再全数投资，甚至投资金额会超过经营活动现金的净流入，使公司必须以筹资方式应对（特别是以举债方式筹措资金）。

我们再以沃尔玛为例，从 1992 年到 1994 年之间，沃尔玛投资活动的现金都远远超过经营活动产生的现金。不过，沃尔玛支持投资活动不足的现金（请参阅表 6–3），全部采取长期或短期借款的方式来应对，从不进行现金增资，这代表沃尔玛对未来投资的机会与效益具有高度信心。相对地，当成长趋缓、投资机会相对减少时，沃尔玛的现金流量关系也有所改变。2004 年到 2006 年，沃尔玛经营活动的现金，已足以支付所有投资活动的现金需求；至于多余的现金，主要是用来购买自己公司的股票与发放现金股利（请参阅表 6–4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-3　　沃尔玛各项现金流量（1992~1994）　　单位：亿美元

	1994	1993	1992
经营活动现金流入	21.95	12.78	13.56
投资活动现金流出	44.86	35.06	21.49
投资资金不足数	22.91	22.28	7.93
筹资活动现金流入	22.98	22.09	8.10

表 6-4　　沃尔玛各项现金流量（2004~2006）　　单位：亿美元

	2006	2005	2004
经营活动现金流入	176.33	150.44	159.96
投资活动现金流出	141.83	123.51	83.12
投资活动现金剩余数	34.5	26.93	76.84
筹资活动现金流出	24.22	26.09	55.63

如果企业经营活动现金净流入充沛，可以减少筹资需求，降低经营风险。但是，当剩余资金出现后，企业则可能陷入“资金再循环”（capital recycle）机会减少的尴尬局面。除了沃尔玛有这种隐忧外，多年来华硕也面临类似的问题。（1998 年至 2000 年，华硕各项现金流量的关系请参阅表 6-5。）

表 6-5　　华硕电脑各项现金流量（1998~2000）　　单位: 亿元新台币

	2000	1999	1998
经营活动现金流入	151.2	107.8	116.7
投资活动现金流出	64.5	33.1	16.5
投资活动现金剩余数	86.7	74.7	100.2
筹资活动现金流出	38.5	31.1	1.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于连续几年的资金剩余（经营活动现金净流入大于投资活动现金流出），造成华硕2001年的现金存量大幅攀升至新台币300亿元左右，因此招来“不会理财”的批评。事后证明，在资金充裕下，能抗拒诱惑、不轻易投资并不容易。2002年，华硕展开大规模的大陆布局后，资金便获得有效的运用（请参阅表6-6）。

表6-6 华硕电脑各项现金流量（2003~2005） 单位：亿元新台币

	2005	2004	2003
经营活动现金流入	222	10.5	75
投资活动现金流出	212	44.1	140.2
投资活动现金不足数	(10)	33.6	65.2
筹资活动现金流入	(13.3)	72.4	27.8

2003年至2004年间，华硕的经营活动现金净流入，都小于投资活动现金流出，因此华硕不再有资金剩余的情形，反而必须通过筹资活动以取得资金。

>> 四大企业类型

由经营、投资、筹资三大类型活动现金流量的搭配，往往可看出企业的性格与特质。根据这些性格与特质，可以把企业分成以下四大类型：

信心十足的成长型公司

积极追求成长、信心十足且成功机会较高的公司，其现金流量的特色通常是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 净利及经营活动现金净流入持续快速增长（在对的产业做对的事）。

2. 投资活动现金大幅增加（仍看见众多的投资机会）。

3. 长期负债增加，不进行现金增资（对投资报酬率高于借款利息充满信心）。

稳健的绩优公司

经营稳健且绩效优良的企业，其现金流量的特征通常是：

1. 净利及经营活动现金流量持续增长，但幅度不大。

2. 经营活动现金流入大于投资活动现金支出。

3. 大量买回自家股票，发放大量现金股利。

危机四伏的地雷公司

这是最容易出现财务问题的公司，其现金流量的形态通常为：

1. 净利增长，但经营活动现金净流出（好大喜功，管理失控）。

2. 投资活动现金大幅增加（仍积极追求增长）。

3. 短期借款大幅增加，但同业应付款大量减少（短期内有偿债压力，知情的同业不敢再提供信用）。

经营衰退的夕阳公司

经营绩效日益衰退的企业，其现金流量的特征通常是：

1. 净利及经营活动现金流量持续下降。

2. 投资活动现金不增长反而下降，甚至不断处理资产以取得现金。

3. 无法稳定地支付现金股利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 中国大陆公司现金流量表介绍——联想集团

联想集团在 2005 年和 IBM 个人电脑（PC）事业部完成合并，成为继戴尔和惠普之后的世界第三大 PC 供货商。这也是中国 IT 行业迄今为止最大的一宗海外并购案例。

联想集团有限公司在香港证券交易所上市，因此它的财务报表是根据国际会计准则委员会颁布的《国际会计报告准则》编制的。下表（表 6-7）是联想 2006 年的现金流量表，会计截止日是 3 月 31 日，财务报表的货币单位以港币列示。

因为联想和 IBM 个人电脑事业部在 2005 年 4 月合并，事业体的扩大让营收、成本及现金流量等数字在 2005 年 4 月到 2006 年 3 月这段期间增大很多，这是我们在比较这两年度的财务报表时要注意的地方。

联想在合并之后的报表，增加了短期的银行贷款和发行可转换优先股，庞大的利息加上海外地区所生的税项，使得新联想 2006 年的净利只剩下约 6.6 亿港币，较前一年度下降了 41.5%。

2006 年新联想的经营活动的现金流量之所以仍有约 84 亿港币，主要是因为应付账款大幅增加约 117 亿港币。投资活动的现金流量变化，主要是收购 IBM 个人电脑事业部的庞大支出（约 50.8 亿港币）。在筹资活动方面新联想本年度向银行贷款及发行认股权获得现金流入约 45 亿港币，另外也因为买回库藏股而造成现金流出约 12 亿港币。

在第四章我们曾经提到沃尔玛的流动性趋势，现在来观察联想的流动比率。从 2003 年到 2005 年，联想的流动比率分别为 2.09、1.85 及 1.86，呈现下降的趋势，值得注意的是，2006 年新联想的流动比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-7 联想集团有限公司综合现金流量表 单位：千元港币

会计期间终止日：3 月 31 日	2006	2005
经营活动现金流量		
税前经营利润净利	659 479	1 127 507
调整项		
折旧	1 504 146	242 568
应收账款增加	(4 449 197)	(438 434)
存货增加	(873 655)	438 106
应付账款及票据增加	11 717 011	43 999
其他	(111 823)	(147 534)
经营活动的净现金流入	8 445 961	1 266 212
投资活动的现金流量		
购买有形固定资产	(591 317)	(74 611)
收购业务所付款项	(5 082 572)	(411 022)
其他	(349 314)	(149)
投资活动的净现金流出	(6 023 203)	(485 782)
筹资活动的现金流量		
发行可转换优先股及认股权	2 730 000	–
购回库藏股	(1 195 729)	(16 093)
银行贷款	1 781 196	–
其他筹资活动	(934 627)	(395 004)
投资活动的净现金流出	2 380 840	(411 097)
现金汇兑利得	15 871	(19)
本期货币资金增加数	4 819 469	369 314
期初货币资金余额	3 019 385	2 650 071
期末货币资金余额	7 838 854	3 019 385

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为 0.86，和沃尔玛的 0.9 及戴尔的 1.1 相去无几。如此低的流动比率是像沃尔玛和戴尔那样特定的经营模式所造成，还是因为进行并购时产生的借贷拉低了流动比率？我们可以在未来持续观察新联想的财务比率是否维持相同的趋势。

>> 古战场巡礼的启示

麻省理工学院董事会主席米德（Dana Mead，曾担任 Tenneco 汽车公司的首席执行官一职达 8 年）喜欢谈他如何成功地把“古战场巡礼”（battle ride）纳入企业领袖的训练课程中。米德曾带着 28 位天纳克（Tenneco）汽车的资深主管，花了两个整天，跟着历史学家与军事学家，前往美国南北战争的战场遗迹进行实地巡礼，让他们站在山头上往下看，试着想象当年参加内战的重要人物是如何在这里运筹帷幄，体会昔日指挥官为何作出这些攸关士兵们生死存亡的重大决定。

如果有机会，我最希望的是和大家一起造访战国时代“长平之役”的遗迹，那是一场血腥残酷但发人深思的战役……

公元前 264 年，秦国攻打韩国北方领土上党郡。韩国上党郡郡守冯亭向赵国投降，赵国不费一兵一卒便获得 17 座城池。秦王大怒，下令攻击上党郡。年轻的赵孝成王任命名将廉颇统帅赵军西上，和秦军对峙于长平（山西省高平县）。

老谋深算的廉颇，采取筑垒固守的战略，静待秦军力量削弱。不久，秦军果然因粮草补给艰难影响全军士气，于是秦王派人在赵国首都邯郸散布流言，讥笑廉颇年迈畏战，而秦国最害怕的是年轻将领赵括（赵国抗秦名将赵奢之子）。赵孝成王求胜心切，中了反间计，罢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黜了廉颇，改用赵括为统帅。

秦国见计谋得逞，暗中改派当时最优秀的指挥官白起为大将。白起故意打了几个败战，引诱赵军主力出战后，在长平痛击赵国大军，并将几十万大军团团围住。为了冲出包围网，赵括发动数次猛烈的攻击，但全部失败。支撑了46天后，弹尽粮绝，赵括被迫做最后的困兽之斗，兵分四队，轮流突围，却终究还是失败了，自己也死在乱箭之下。赵军还剩40万人，全数投降。白起命令这40万投降的士兵，进入长平关附近的一个山谷，并把山谷两端堵塞。预先埋伏在山顶上的秦军，抛下土石，40万赵军全部被活埋。长平之役后，赵国从此没落。

急躁的国君与轻率的将领，造成40万大军被全数歼灭的血淋淋的教训。对企业来说，资金就相当于军队的兵士，现金流量表就相当于布兵图。不论是目前正在接战的“经营活动现金部队”，或是未来陆续投入战场的“投资和筹资活动现金部队”，如果经理人不能谨慎部署，在经营、投资或筹资决策上的一个轻忽，也许就会造成致命的错误。而一次致命的错误，就可能摧毁企业数十年的努力。经理人对现金流量的掌控，岂能不以“死生之地，存亡之道”的严肃心情对待！

对没有纪律的战斗部队（经营活动现金净流出）和轻率地浪费后备部队（投资和筹资活动的现金流量）的企业经理人，投资人必须提高警觉。别忘了，在这个资本市场中，始终存在一群类似白起一般、专门坑杀投资人的邪恶将领！

参考资料

* 罗勃·史雷特（Robert Slater），1999，《企业强权：杰克·威尔许再造奇异之道》（*Jack Welch and the GE Way*）。台北：麦格罗希尔。

（中文简体版：罗伯特·史雷特，《企业领导人与企业再造：通用公司总裁杰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克·韦尔奇的 31 个领导秘诀》，机械工业出版社，1999)

* 路·葛斯纳 (Louis V. Gerstner)，2002，《谁说大象不会跳舞》 (*Who Says Elephants Can't Dance*)。台北：时报出版。

(中文简体版：郭士纳，《谁说大象不能跳舞》，中信出版社，1999)

* 麦克·戴尔 (Michael Dell)，1999，《戴尔的秘密》 (*Direct for Dell: Strategies That Revolutionized an Industry*)。台北：大块出版。

(中文简体版：迈克尔·戴尔，《戴尔战略》，上海远东出版社，1999)

* 《商业周刊》第 896 期，2005 年 1 月 20 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 是谁动了我的奶酪——所有者权益(或股东权益)变动表的原理与应用

2004年7月29日，盖茨在微软的第二季法人说明会上，给满场的财务分析师们讲了一个小故事。话说几天前他去戏院看电影，一个陌生人走来向他打招呼，还亲切地说："比尔，谢谢你那3块钱！"他听得一头雾水，不知所云。电影散场时，又有一个陌生人走来向他说："比尔，谢谢你那3块钱！"这时他才恍然大悟，原来这两个陌生人都是微软的小股东，那"3块钱"指的是微软7月20日对媒体发布的震撼性声明：微软董事会通过每股0.08美元的单季现金股利，并计划在未来4年内买回300亿美元的股票，以及发放每股3美元的一次性特别现金股利。这项计划总共花费约750亿美元，是世界公司史上回馈股东金额破纪录的壮举。盖茨宣称，2004年以后，微软现金管理的重点是增加对股东的现金股利支付，并保证公司前景乐观，所有重大投资案绝不会受到股利发放的影响。盖茨还充满自信地说："对微软成长造成限制的，从来就不是财务资源，而是创新能力与实践创新的执行力。"

未来微软不太可能再维持过去那样爆炸性的成长，但是中长期持有微软股票的股东们，应该都是群快乐的投资人吧！1986年，微软以每股28美元初次上市，由于营收及获利成长实在太快，微软上市后股价一路大涨。为避免每股股价过高，影响股票的流通性，自1987年到2006年间，微软一共进行了7次"1股变成2股"的股票分割，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及 2 次 “2 股变成 3 股” 的股票分割。具体地说，如果你在微软初次上市时持有它 1 股的股票，那么到 2006 年年底时，你这 1 股会变成 288 股（27×1.52）。在这一段期间内，微软的市场价值大约成长了 658 倍（以 2006 年 11 月微软的收盘价每股 29 美元计算）。

本书第二章介绍了“斯隆领导模型”，它强调领袖必须具备五大核心能力，其中一项是在众多利益相关者之间建立和谐的关系，并平衡他们的利益。股东的权益与经营团队的权益要如何取舍，一直是个相当大的难题。没有人反对公司必须雇用优秀的经理人才有竞争力的说法，丰厚的薪资报酬与分红制度，也的确是吸引人才的重要条件。然而，股东愿意承受的权益稀释程度有多高、这个稀释股东权益的过程是否合理，都是经理人必须审慎面对的公司治理课题；而投资人则必须严肃地检视企业是否公平地对待股东，不断地追问：“是谁动了我的奶酪！”

本章首先介绍股东权益变动表的基本原理和概念，其次以沃尔玛和国美电器的股东权益变动表为例，说明相关会计科目的定义。接下来，本章以沃尔玛相对于 Kmart 的财务比率，说明股东权益变动表与竞争力衡量的关系。此外，与股东权益相关的筹资活动，其背后的管理含义本章也将一并讨论。最后，本章将讨论部分美国知名企业平衡股东与员工利益的一些新做法。

>> 搞懂股东权益变动表的基本武功原理

想要了解股东权益变动表，必须回到基本的会计等式：

资产 t=负债 t+股东权益 t

其中 t 指的是时间，代表会计等式在任何时间点 t 都会成立。针

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对第 t 期的股东权益，可以进一步表达如下：

股东权益 t=股东权益 t-1+净利 t-现金股利 t
+现金增资及股票认购活动 t-买回公司股票 t
+/-其他调整项目 t

这个关系式的含义为：本期（t 期）的股东权益，是以上期（t-1 期）的股东权益为出发点。如果本期公司赚钱（净利为正），则股东权益会增加；如果本期公司赔钱，则股东权益会减少。因此，**利润表的结果会影响股东权益变动表**。此外，本期现金股利的发放，也会减少股东权益。如果公司在本期中进行向股东筹资的活动（现金增资），或经理人执行股票选择权（stock options），以低于市场的价格购买自己公司的股票（公司可以发行新股或用库藏股支付），都会造成股东权益的增加。但是，如果公司买回自家股票（例如购买库藏股），则会造成股东权益的减少。此外，有些会计的调整项目(例如汇率变化引起的未实现损失、长期股权投资未实现的跌价损失等)，则会不经过利润表（不影响当期净利）而直接影响当期的股东权益金额。

>> 看看世界第一商家沃尔玛的股东权益变动表

相较于其他公司的财务报表，沃尔玛的股东权益变动表相当简单。沃尔玛的股东权益主要分成普通股股本、资本公积及保留盈余三大部分。

● **普通股股本**（common stock）：普通股是公司资本形成所发行的基本股份。一般而言，普通股的股东享有：（1）表决权（出席股东会，选举公司董事、监事等权力）；（2）盈余分配权（按持股比例参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与现金股利的分发)；（3）剩余财产分配权（在公司清算时，清偿完负债与相关法律费用后，公司剩余的财产为股东所享有)；（4）优先认股权（为避免股权被稀释，在公司发行新股时，可按照原来的持股比率，优先认购新发行的股份)。

所谓的普通股股本，是指已流通在外的普通股股权的票面价值。沃尔玛的普通股每股票面值为 0.1 美元，2006 年流通在外的股数有 41.7 亿股，因此沃尔玛的普通股股本为 4.17 亿美元。

- **资本公积**（additional paid-in capital)：意指投入资本中不属于股票面额的部分，或经由资本交易、货币贬值等非营业结果所产生的权益。资本公积的内容中最常见的是股本溢价（capital in excess of par value)，就是当股权发行时所收取的股款超过面值的部分。2006 年，沃尔玛的溢价为 25.96 亿美元。
- **保留盈余**（retained earnings)：指公司过去累积的获利，尚未以现金股利方式发还给股东、仍然保留在公司的部分。2006 年，沃尔玛的保留盈余高达 491.05 亿美元，占整个股东权益的 92%左右。这表明沃尔玛的资本形成主要靠过去所累积的获利，而不是向投资人持续募集资金的结果。

表 7-1　　沃尔玛合并股东权益变动表　　单位：百万美元

	股数(百万股)	普通股股本	资本公积—股本溢价	保留盈余	其他调整项	总额
2005 年 1 月 31 日余额	4234	423	2425	43 854	2694	49 396
持续经营部门净利 停业部门净利				11 231		11 231
现金股利(每股 0.6 美元) 购买公司股票 执行股票选择权 外汇转换调整及其他	 (74) 5 	 (7) 1 	 (104) 275 	(2511) (3469) 	 (1641)	(2511) (3580) 276 (1641)
2006 年 1 月 31 日余额	4165	417	2596	49 105	1053	53 171

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前文讨论的股东权益变动关系式为基础，沃尔玛 2006 会计年度股东权益的变动（请参阅表 7-1），主要来自下列经济活动：

- 2005 年 1 月 31 日余额：沃尔玛 2005 会计年度的期末余额，同时也是 2006 会计年度的期初余额（所谓的 t-1 期），该金额为 493.96 亿美元。
- 持续经营部门净利：2006 会计年度，沃尔玛由零售本业赚进了 112.31 亿美元，是引起当年股东权益增加的最主要因素，这个数字也同时出现在利润表中（请参阅第五章）。
- 现金股利：沃尔玛的现金流量充沛，决定配发每股 0.6 美元的现金股利，总金额达到 25.11 亿美元。
- 购买公司股票：目前沃尔玛投资活动所需的现金，远低于经营活动所创造的现金流入（请参阅第六章），在资金无法完全消化的情况下，沃尔玛决定按照股东持股比例，向股东们购回公司股票。这是另一种以现金回馈股东的方式，在 2006 年总金额高达 35.8 亿美元。
- 股票选择权：2006 会计年度，沃尔玛并没有进行现金增资（事实上，自沃尔玛上市后，没再向股东伸手拿过一毛钱），造成沃尔玛流通在外股数增加的原因，是高阶经理人执行股票选择权，以当初制定的执行价格（低于目前市场价格）认购公司新发行的股票 500 万股，金额约 2.76 亿美元。
- 外汇转换调整及其他：关于沃尔玛在美国境外的子公司的资产及负债，由于以会计年度终止日的汇率转换成美元，因而产生了未实现利益或损失，该金额约为损失 16.41 亿美元。
- 2006 年 1 月 31 日股东权益余额：经过以上各种经济活动的调整，沃尔玛 2006 会计年度股东权益的余额为 531.71 亿美元，较期初金额增长了 7.64%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 股票选择权的争议

沃尔玛给予高阶经理人股票选择权作为奖酬的做法，在美国企业界十分普遍，在高科技业界更为盛行。英特尔前总裁格鲁夫（Andy Grove），便曾强力捍卫员工股票选择权对激励士气的价值：“以我在知识产业服务 40 年的经验，我实在找不出有哪种方法，会比股票选择权更能有效地让员工与公司产生休戚与共的一体感。”

然而，员工选择权是否该算成薪资费用的一部分？这是近年来颇有争议的会计问题。针对这个问题，巴菲特一针见血地提出：“如果选择权不是给员工的报酬，那它是什么？如果报酬不算费用，它又是什么？如果计算盈余时不必考虑费用，它算哪门子盈余？如果这种费用不列在利润表上，它到底该放在哪里？”可口可乐的首席财务官费亚德（Gary Fayard）也坦率地说：“毫无疑问，股票选择权是薪资的一部分。如果它没有价值，我们（指经理人）都不会要它。”

据统计，在 2000 年美国年收入前 200 名的高阶经理人薪资中，股票选择权就占总薪资的 58%左右。若观察前 100 名大的网络公司，股票选择权占薪资的比例更高达 87%，其重要性可想而知。有关股票选择权的会计议题，笔者以范例简单说明如下。

释例：

2006 年 1 月 1 日，刘邦公司授予总经理 20 万股的股票选择权。这些股票选择权允许总经理在未来 10 年内，随时可用每股 60 元认购刘邦公司的股票，最高可达 20 万股。目前公司的股价为 60 元，假设这些股票选择权产生的激励效果为 2 年，试问这些股票选择权是否该算是刘邦公司的费用？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果按照过去的一般公认会计准则，刘邦公司完全可以不承认该公司有任何费用。因为在授予总经理股票选择权时，当时市价及总经理的可执行价格都是 60 元，总经理尚未得到任何好处。如果公司未来股价能上升，超过 60 元的部分才是总经理所得到的利益。

目前不管是美国的财务会计准则委员会（FASB）或国际会计准则委员会（IASB），均规定应以公允价值（fair value）来衡量员工股票选择权，并且在选择权产生激励效用的期间，承认员工股票选择权为营业费用的一部分。例如刘邦公司利用适当的财务评价模型（这是财务管理课程的讨论项目），在授予股票选择权时，评估这 20 万股选择权的公允市价为 200 万元。由于激励效果预估为 2 年，因此在 2006 年及 2007 年，该公司必须各认列 100 万元的股票选择权费用。

此外，经理人执行选择权时，若公司用发行新股的方式支付（这是普遍做法），就会造成流通在外股数的增加，产生降低每股收益的不良效果。根据最近的研究报告，在标准普尔 500 的公司中，因发放员工认股权，在 2001 年、2002 年、2003 年分别降低每股收益约 20%、19%及 8%。

>> 中国大陆公司股东权益变动表介绍——国美电器

国美电器和苏宁电器是中国家电零售行业的两大巨头，第五章我们用苏宁电器作例子看过了它的利润表，现在我们来看国美电器的股东权益变动表。国美电器在 2006 年宣布与上海主要家电零售商永乐电器合并，以扩大集团的地位并稳固市场，未来国美电器能不能借此增加企业竞争力，是大家都很关切的。

现在，我们来看看国美电器的股东权益变动表有什么特别的地方。国美电器控股有限公司 2004 年在香港证券交易所上市，因此它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的财务报表是根据国际会计准则委员会颁布的《国际会计报告准则》编制的。表 7-2 是国美电器 2005 年的股东权益变动表，它原本的会计年度截止日是 3 月 31 日，在 2004 年由于经营的协调和为财务汇报便利，决定改为 12 月 31 日。另外国美电器的财务报表原本以港币列示，在 2005 年改为以人民币列示，因此当我们在看国美电器这两个年度的财务报表时，要注意这些不同的地方。以下就以国美电器 2005 年的股东权益变动表为例，对此加以说明。

表 7-2　　国美电器股东权益变动表　　单位：千元人民币

	普通股股本	资本公积—股本溢价	法定储备	未分配保留盈余	其他调整项	总额
2004 年 12 月 31 日余额	174 099	763 050	132 829	67 139	233 839	1 370 956
本期净利				777 199		777 199
现金股利(每股 7.1 分)				(115 267)		(115 267)
提取法定储备				(83 838)		-
外汇转换调整及其他			83 838		(161 594)	(161 594)
2006 年 1 月 31 日余额	4165	763 050	216 667	645 233	72 245	1 871 294

● 2004 年年底余额：也就是国美电器 2005 年股东权益的期初余额，金额为人民币 13.7 亿元。

● 法定储备：根据中国大陆相关法律，境内公司必须依据相关会计制度按照其税后净利润的 10%提取法定公积金，当累计法定公积金达到注册资本的 50%时，可不再提取，法定公积金可以用来弥补累计亏损。同时还必须依据会计制度按照其税后净利润的 5%~10%提取法定公益金，其只能用于员工的集体福利。除非公司清算，法定公积金和法定公益金不得分配。国美电器 2005 年提列的法定储备为 0.84 亿元，累计已储备 2.16 亿元。

● 现金股利：2005 年，国美电器配发现金股利，共计 1.15 亿元，因为是从保留盈余中分配给股东，所以会从保留盈余项下减除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 2005 年度持续经营部门净利：国美电器 2005 年的获利为 7.77 亿元（利润表中也有列出）。
- 其他事项：国美电器 2005 年的其他事项约 1.61 亿元。
- 2005 年底余额：在 2005 年年底，国美电器的股东权益达到 18.7 亿元，比起期初股东权益金额增加了 36.5%。

>> 由股东权益变动表中看出竞争力

除了参考股东权益变动表的数字，经理人和投资人如果能搭配资本市场的信息，还能看出公司竞争力的强弱。

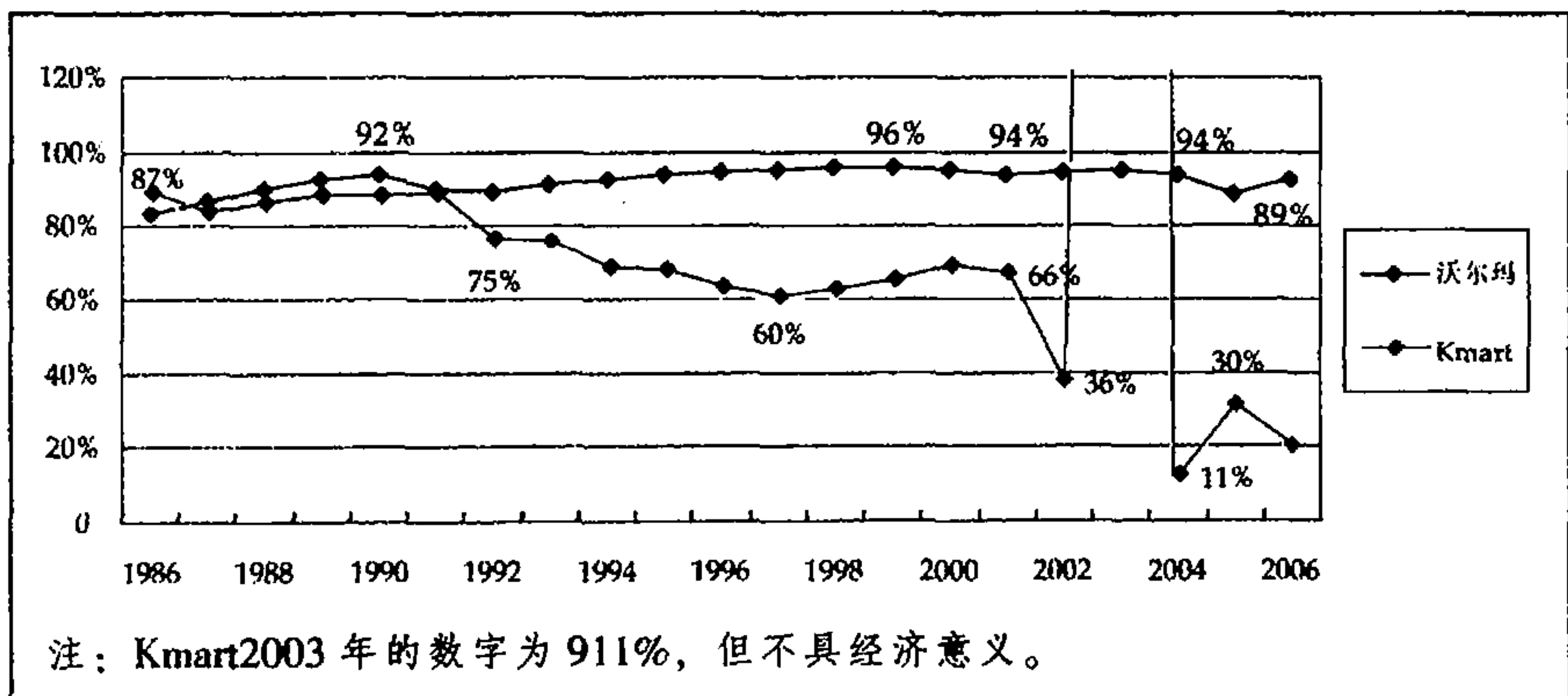
保留盈余与股东权益的比率

分析沃尔玛的股东权益变动表时，我们应先注意保留盈余占整个股东权益的比率。假使该比率较高，表明公司账面的财富大多是由过去获利所累积的。相对地，如果股本与溢价占股东权益的比率较高，则表明公司可能不断地通过现金增资，向股东取得资金。根据现代财务学的理论和实证结果，现金增资在资本市场中乃属于负面消息（后续章节将加以讨论）。

由图 7-1 可以清楚地看出，沃尔玛的保留盈余占股东权益的百分比，约在 83%至 94%之间；自 1990 年代初期以来，Kmart 的该比率由 80%左右持续下降，远低于沃尔玛。因此，保留盈余与股东权益的比率，可相对地透露企业的竞争力。值得注意的是，2003 年因 Kmart 承认了巨额亏损，保留盈余及股东权益双双变成负数，所以该比率当年的计算没有任何经济意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7-1　　沃尔玛和 Kmart 的保留盈余/股东权益

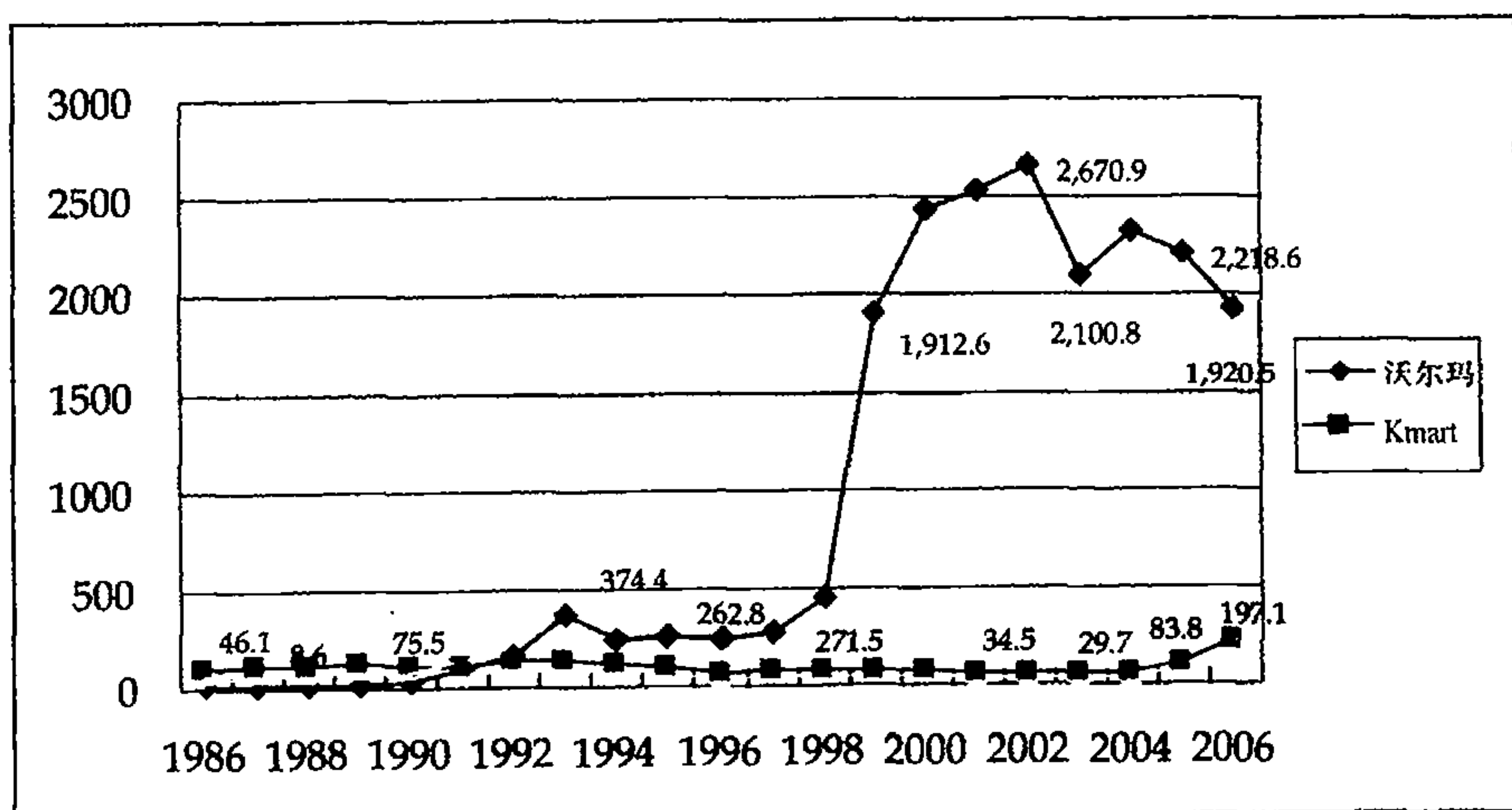


注：Kmart2003 年的数字为 911%，但不具经济意义。

市场价值显现长期竞争力

对投资人而言，他们最在乎的是股价变化带来的资本利益，而不是财务报表上股东权益（账面净值）的变化。短期内，公司市场价值(每股股价×流通在外的股票数目）的变化可能脱离基本面因素，但长期来看，市场价值是外界对公司竞争力相当公允的看法。

图 7-2　　沃尔玛与 Kmart 的市场价值　　单位：亿美元



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由图7-2可清楚地看出，1990年代后期，沃尔玛的市场价值突飞猛进，由不到500亿美元暴涨至2002年的2670亿美元。有这样的表现，部分原因是来自于投资效益的展现，部分原因则是股市整体的乐观气氛。随后因美国景气衰弱、股市不振，沃尔玛的市场价值跌到2100~2200亿美元。自2006年以来美国股市表现优异，但沃尔玛成长速度明显减缓，因此虽然它的营收及获利远超过2002年水平，但市场价值却下跌至1920亿美元左右。对沃尔玛投资的最佳时间是在1990年代初期，因为此时财报数字优异但市场尚未初步反应其经营绩效。而当2000年以后，投资这个众所皆知的绩优股反而没什么利润可赚。

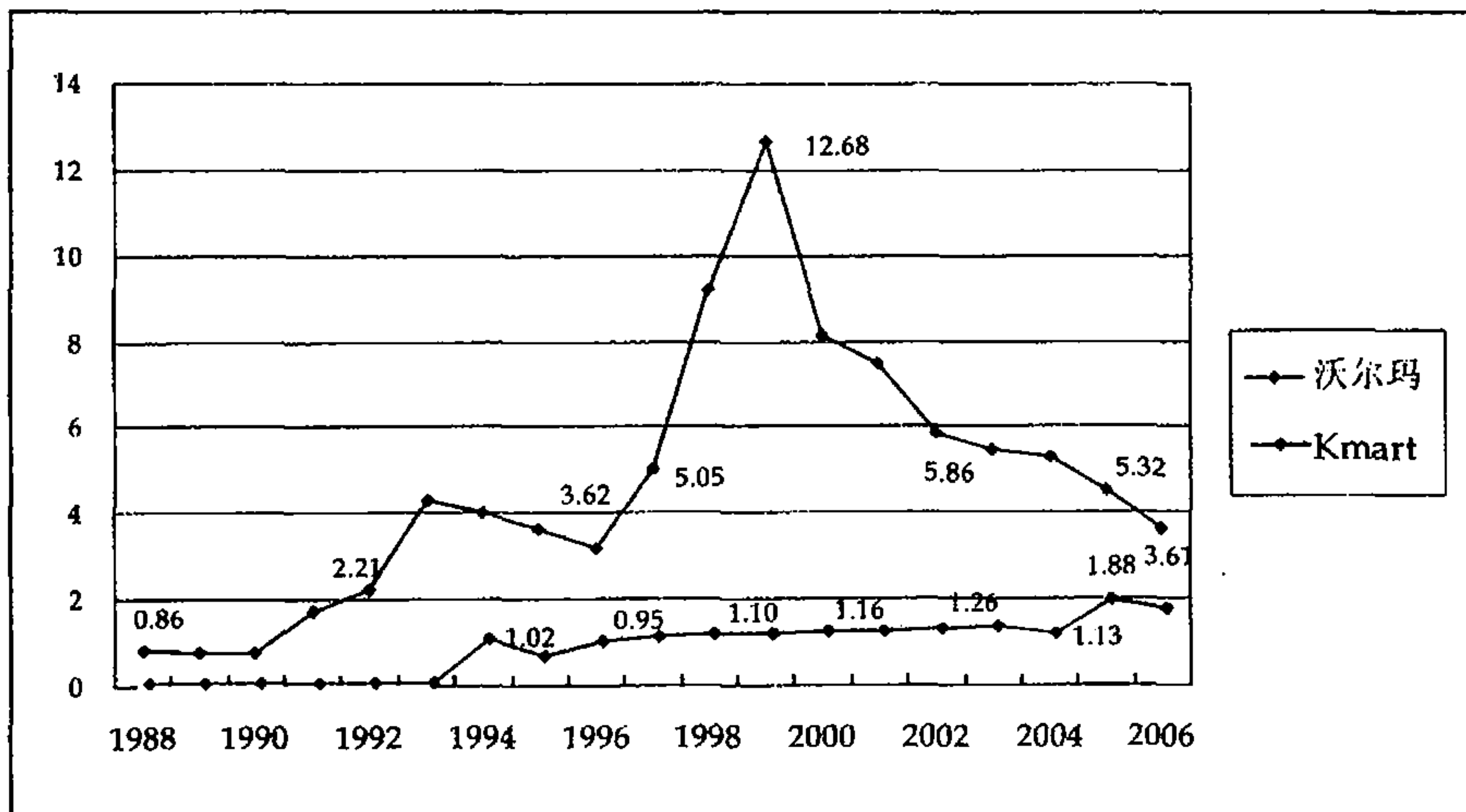
反观Kmart的市场价值一直停滞不前，最高不超过99亿美元，尤其2002年更因为财务危机，市值下跌至34亿美元。Kmart在2004年与美国Sears零售集团合并，成为美国第三大零售业者后，整体获利情况逐渐改善，获利的改善也反映在股价上，我们可以看到Kmart的市值从2004年逐渐上升，以2006年1月底的股价计算，市值已超过197亿美元。

市值与净值比显示未来成长空间

企业的市值与净值比（也就是市场价值除以股东权益），反映资本市场对公司未来成长空间的看法，也是衡量竞争力的指标之一。市值与净值比越高，代表公司通过未来营收获利成长所能创造的价值，比公司的清算价值（资产减去负债）要高出许多。由图7-3可以看出，自1995年以后，沃尔玛的市值与净值比几乎都在5倍以上，只有在这两年虽然获利仍然持续增长，但因股价波动较大，市场价值下跌，市值与净值比也在2006年1月时降至3.61倍。相较之下，同时期Kmart的市值与净值比先前都是维持在1倍左右，显示市场对Kmart创造价值的能力十分悲观，一直到这两年才逐渐开始上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7-3　　沃尔玛和 Kmart 的市场价值与净值比



现金股利显示财务体质

除了股价上升可以为股东创造财富之外，现金股利的发放也是股东报酬的一个来源。随着沃尔玛规模扩大及获利的增加，它所发放的现金股利也持续地增加：1990 年，它的股利突破 1 亿美元；2006 年，现金股利已经高达 25.11 亿美元（请参阅图 7–4）。相对地，Kmart 的现金股利在 1995 年达到顶点，共计分配 4.18 亿美元。随着 Kmart 在零售市场竞争的节节败退，现金股利也随之缩水，自 1997 年起完全停止配发。

若以每股所配发的现金股利来看（请参阅图 7–5），1980 年代到 1990 年代中期，沃尔玛所配发的现金股利每股不到 0.1 美元。这代表沃尔玛将大部分的获利留在公司，以便继续投资。随着获利与现金流量的增加，2005 年沃尔玛每股配发 0.52 美元的现金（2006 年已增加到每股 0.6 美元），呈现缓步上升、十分稳健的趋势。相较之下，在 1990 年以前，Kmart 每股配发的现金股利都远超过沃尔玛，1995 年时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7-4　　沃尔玛与 Kmart 的总现金股利　　单位：百万美元

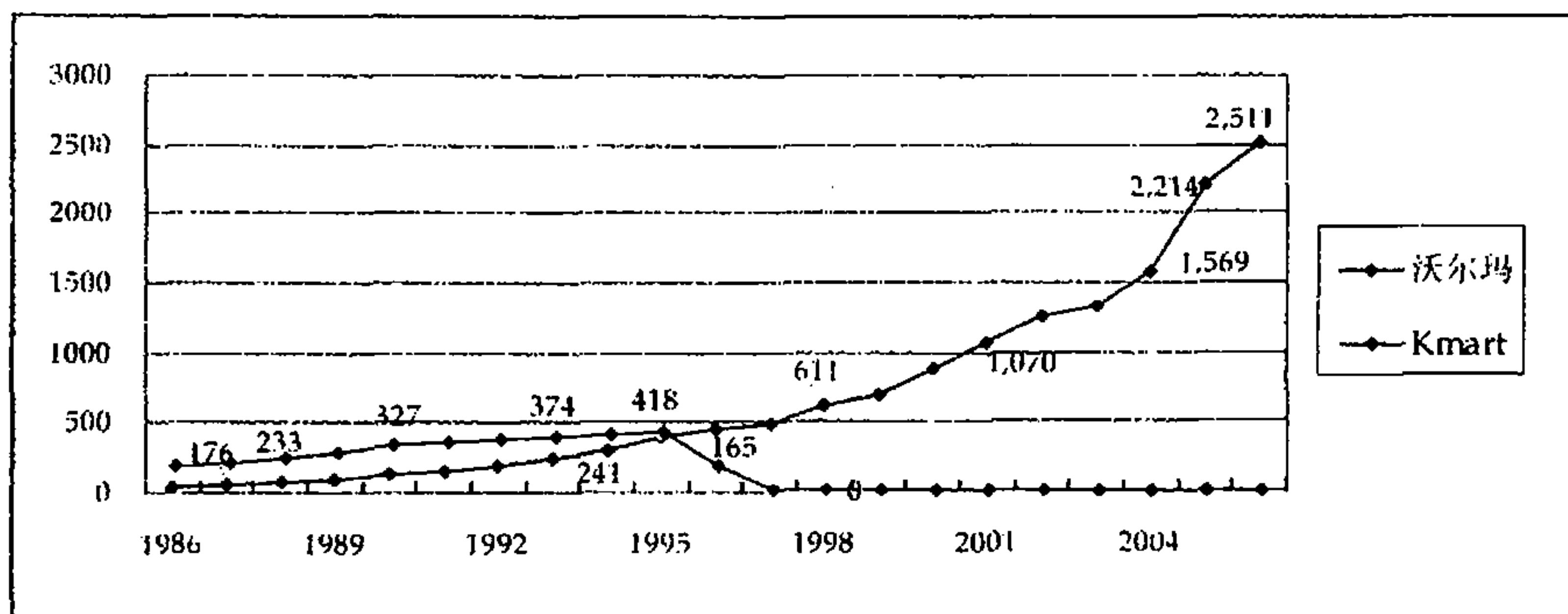
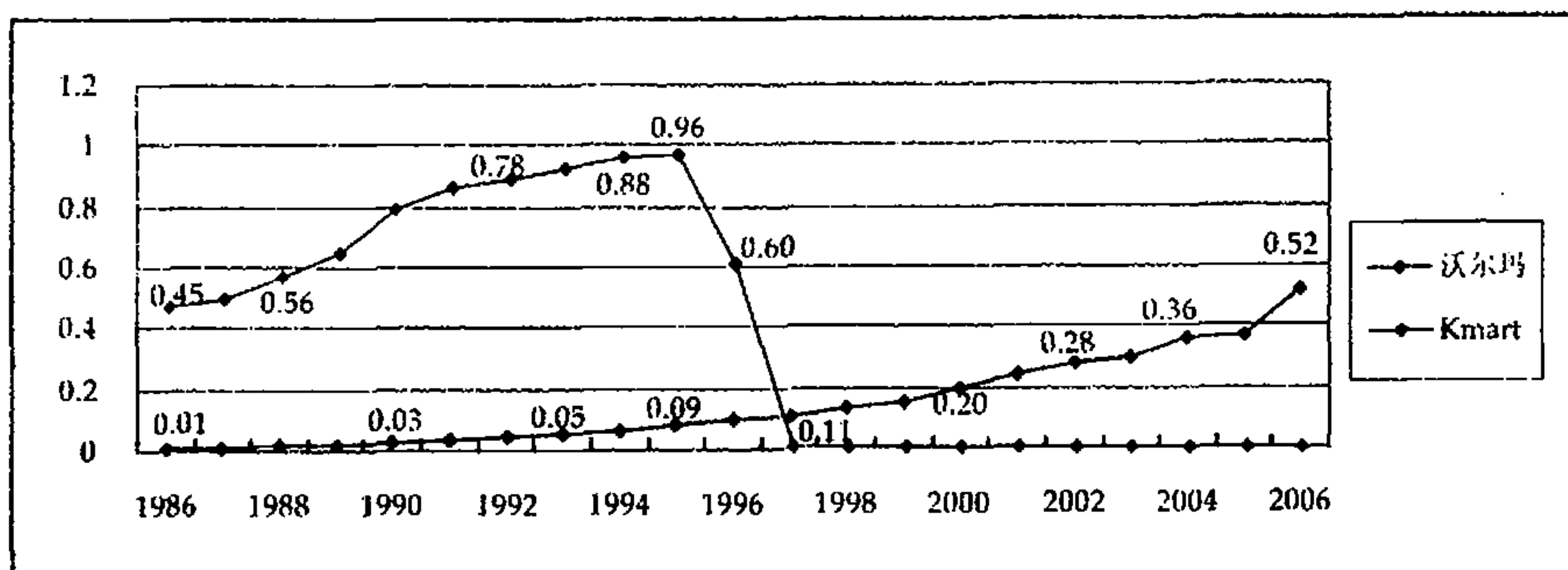


图 7-5　　沃尔玛与 Kmart 的每股现金股利　　单位：美元



最高还曾每股配发 0.96 美元。不过随后，Kmart 每股现金股利的分配却出现暴跌的现象。通常公司都有维持每股现金股利不下降的市场压力，如果弃守这个“稳健配股”的原则，一般被解读为目前财务实力的衰弱与企业竞争力的下降。

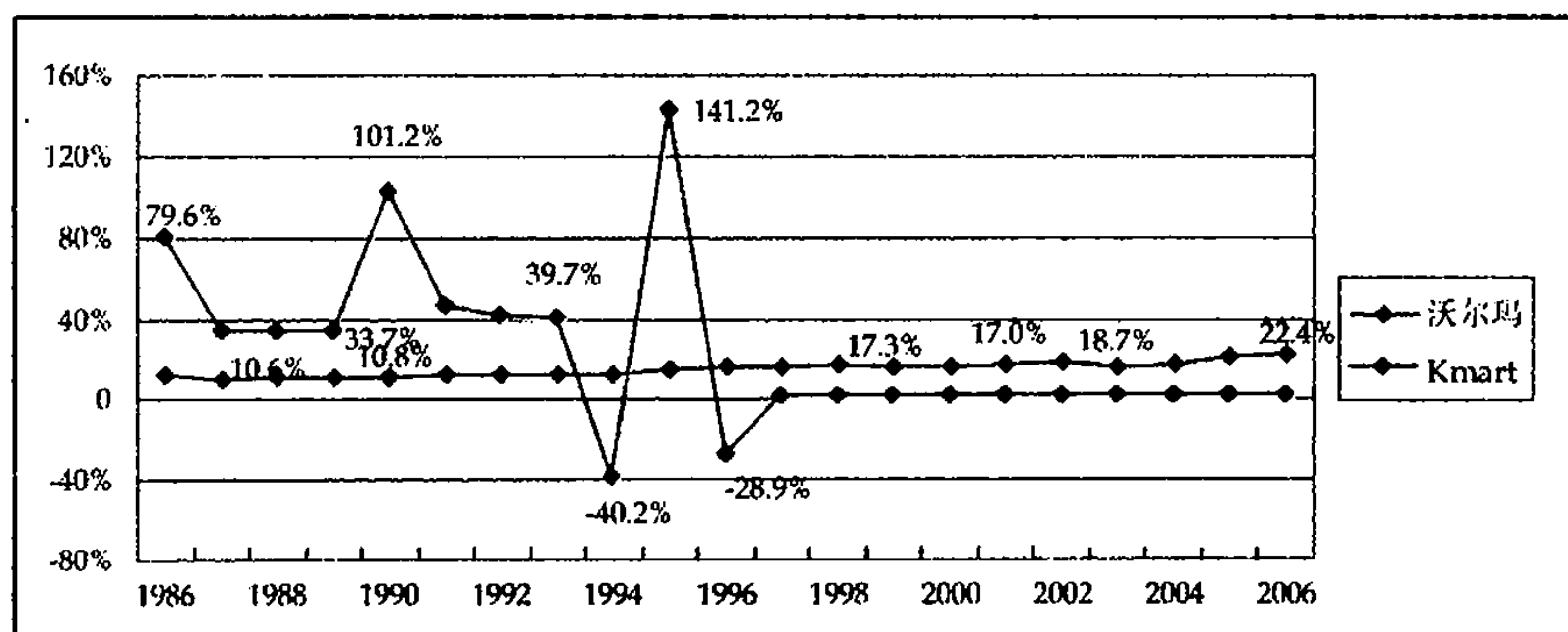
股利与净利比应求稳定

如果由现金股利占净利的百分比来看（请参阅图 7-6），在 1980 年代及 1990 年代中期，沃尔玛该比率在 10%左右，随后逐步增加到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000年代的17%至22%，呈现长期平稳向上的趋势。相对地，Kmart的净利自1980年代起呈现衰退与成长交错的不稳定状况，因此它的股利与净利比也变得起伏不定。一般而言，具有高度竞争力的公司，经常是对业务积极而对财务保守。因此，不稳定的股利与净利比率，往往显示该公司体质不良，无法有效、稳定地照顾它的股东。

图 7–6　　沃尔玛和 Kmart 的股利/净利

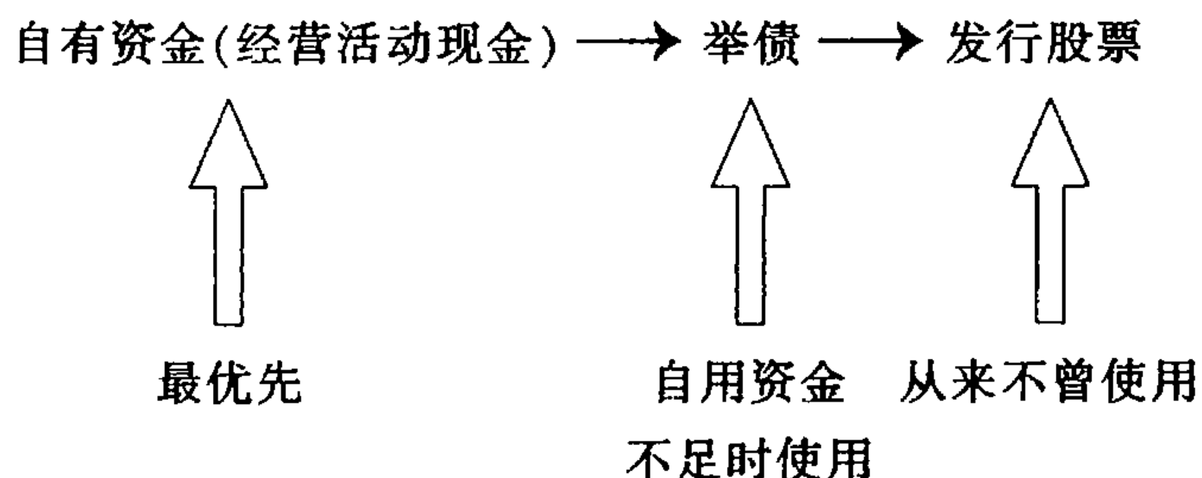


我们回过头来看国美电器与苏宁电器，国美从2004年开始转亏为盈，市值与净值比在2005年底约为4.6倍。2005年国美派发的现金股利（每股人民币7.1分）占净利比约为15%，从2006年中期报告中我们可以看到国美营收及利润增长的同时，拟派发的股利也同时增长（每股8.8分）。苏宁在2005年主营业务利润增长率大约为74%，市值与净值比也从2004年的5.2倍上升至2005年的5.7倍。国美与苏宁的市值与净值比都很高，显示市场对他们未来的成长有高度期待，投资人必须持续追踪其经营绩效是否符合市场预期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 由融资顺序看企业前景

近年来，会计学与财务学的研究都显示，一般没有竞争力的企业才会不断通过融资活动（即筹资活动）向股东筹资。以沃尔玛为例，自上市以来它一直积极地广建卖场，每年的投资金额都十分庞大，它取得资金的融资活动，一直遵循以下的顺序：



这种取得融资活动资金的顺序并不是巧合，它符合了财务学著名的“**融资顺位理论**”（pecking order theory）。该理论认为，公司经理人与投资人之间存在信息不对称的现象。也就是说，比起投资人，公司经理人对公司未来的发展与其真正的价值，拥有较多的信息。当公司经理人认为公司股价被高估且有资金需求时，倾向于对外采取权益融资（现金增资），而使财富由新股购买者转移至公司原有股东。由于理性的投资人了解这种情况，在公司宣告发行新股时，将向下修正他们对该公司的评价，使公司股价下跌。信息不对称的幅度越大，发行新股所造成的股价向下修正幅度也会越大。可转换公司债因兼具普通股的性质（通常可享有在股价上升过程中转换成股票的权利），当企业宣告发行可转换公司债时，股票市场也会出现负向的反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7–3 为美国股票市场（股市较成熟，因此股价反应较理性）有关公司进行融资活动的部分实证结果。由该表的资料可以发现，对于发行权益融资，股价通常出现负的反应；相对地，采用银行借款方式者，股价则有正向反应（1.93%）。之所以出现这种现象，一方面是因为企业勇于借款，代表对未来偿还利息与本金有充分的信心；另一方面则显示，具有专业能力的银行在审核公司借款计划后，同意公司对未来前景的乐观看法。但读者必须注意，上述结果并非是中国市场的行为，在套用解释时，仍须小心谨慎。

表 7–3　　　　美国股市对企业融资活动的反应

融资来源	股价反应
发行普通股	–3.14%
发行可转换公司债	–2.07%
发行可转换特别股	–1.44%
发行私募债券	–0.91%
发行一般公司债	–0.26%
发行特别股(其经济性质类似公司债)	–0.19%
签订银行贷款协议	1.93%

>> 首次公开发行股票的解读

虽然发行股权是融资顺位的最后一项，但对首次公开发行股票(initial public offering，简称 IPO）的公司来说，自资本市场取得资金，是企业扩张、成长的重要方式。不过，公司首次公开发行股票后的经营绩效，是变好还是变坏呢？

知名财务金融学者里特尔（Jay Ritter）汇整 IPO 相关实证研究后，指出 IPO 市场特有的三种现象：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. **短期折价**（short-run underpricing）：新上市的公司，为吸引投资人以顺利集资，通常会采取折价发行的方式，即以较低的价格发行，向股市透露其中隐藏超额利润，吸引投资人购买该公司股票。这种现象一般称为“蜜月期”，目前海内外研究一致发现了这种短期的超额利润现象。但是以台湾股市而言，蜜月期有逐渐缩短、甚至完全消失的趋势。

2. **热门市场**（hot issue market）：采取折价发行的方式，原本就会吸引大量投资人购买，加上新股上市的宣传，会使新上市公司的股票成为热门标的。例如知名的网络搜索引擎 Google 公司，它以竞标拍卖进行 IPO，在承销手法上不同以往，吸引许多投资人以直接竞标参与 IPO，使 Google 不仅是网络业的热门品牌，也成为华尔街的热门股票。

3. **长期绩效较差**（long-run underperformance）：据多数研究与观察发现，平均而言，IPO 的公司在上市、上柜后一段期间，公司股价的表现会显著下降，并明显低于同时期大盘及各类股指数的绩效。在欧美及中国的股市，这种现象都存在。

近年来，大陆及香港股市掀起 IPO 热潮，新上市的股票因为在短期有不错的涨幅让投资人纷纷加入投资，在这里我要提醒读者们应该对这些投资标的作长远的评估。根据观察研究发现，IPO 的公司在上市 1 年到 3 年后股价表现平均来说普遍下降，也发现公司股价能维持良好表现的，多是在资产报酬率和营收成长率也表现优异的公司。因此，**刚上市的公司股票通常只适合短期持有，不一定是中长期投资的良好标的，投资人必须耐心观察 IPO 公司的后续营运质量是否具备长期竞争力。**

>> 现金股利的信息含义

在筹资活动中，现金股利的支出具有特殊信息含义，而现金股利的分配也受到相当多限制，以下列举四点：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. **条款限制**：某些借贷契约可能限制现金股利发放的时机与金额。

2. **变现性考虑**：当公司用于营运周转的现金不足时，将限制现金股利的发放。

3. **盈余稳定性考虑**：公司保持稳定的现金股利发放，可维护资本市场对公司的信心。

4. **成长前景考虑**：当公司面临良好的投资机会或扩张契机时，为利于投资，会尽量将现金保留在公司，因此会限制现金股利的发放。

公司发放现金股利会有诸多考虑，当公司宣告股利相关信息时，也会引起投资人的注意，进而反映于股票价值的波动（表 7–4 即为美国股票市场的实证结果）。

表 7–4　　美国股市对企业股利政策的反应

股利相关信息	股价反应
正向信息	
向一般股东收购股票	16.2%
从公开市场买回库藏股	3.6%
股利增加	0.9%
首次股利发放	3.7%
特别股利	2.1%
负向信息	
股利减少	–3.6%
不配发股利	–7%

由表 7–4 可以看出，不管公司是增加现金股利或买回股票（想象成以现金回馈给股东的另一种方式），市场都给予正面肯定。相对地，当公司现金股利减少或不配发现金股利时，会被市场解读为背后有重大的、不利于公司的信息，股价因而有负面反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 同舟共济话未来——调和股东权益与员工利益

部分著名的美国公司，近年来也一直思考如何使股东权益与员工利益更加调和。以微软为例，2003 年 7 月时，它宣布以**“限制性配股”**（restricted stock）取代以往的员工认股权。微软要求员工在未来5 年内必须在职，才能拥有出售配股的权利。微软改变政策的原因，是为了让员工也承担市场风险，与股东的利益一致。微软将依员工2004 年至 2006 年 6 月 30 日的绩效表现（指标包括长期销售成长、顾客满意度等），分配不同等级的股数。在可享有的股数决定后，限制性配股将自 2006 年起分 3 年平均给予。若员工中途离职，则未给予的股数自动取消。

2004 年 3 月，IBM 也公布旨在调和员工及股东利益的“高阶主管股票奖酬办法”。该办法包括以下主要内容：

1. **股票增值计划**（premium price plan）：只有当公司股价成长 10%之后，高阶主管才能享受分红。

2. **高阶主管认股权**：高阶主管必须将年度奖金的 10%以市价买进公司股票并拥有两年，公司才会提供两倍价值的股票选择权。也就是说，IBM 希望高阶主管体会投资人的处境——以自有资金长期持有公司股票的心情和后果。

此外，IBM 高阶执行主管的酬劳将依每年绩效发给现金与红利；而股票选择权则依长期绩效而定，分 4 年给予，行使期限为 10 年。至于绩效股票（performance stock），则依 2003 年至 2005 年这 3 年的绩效达成度而定（指标为每股收益与现金流量）。若达成绩效目标，可在 2005 年年底以 1∶1 方式换 IBM 股票或折合成现金。限制性股票则不定期给予，以留任重要经理人，使其再留任 5 年。

2003 年，通用电气首次发放限制性股票，经理人只有在允诺未来在公司服务时间后（约 3 至 10 年）才会被给予。其次，针对高阶经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人，通用额外的特殊奖酬方案之一为“5 年绩效目标酬劳”。通用为高阶经理人制订的绩效目标为：

1. **提升净资产报酬率**（当期净利除以股东权益，也称股东权益报酬率），必须高于标准普尔 500 同期平均值。

2. **提升经营活动的净现金流量**。

在 2003 年至 2007 年间，如果高阶经理人达到绩效目标，可享有 25 万配股权；两项目标若只有一项达成者，则只能领取一半。

优厚的员工分红制度，虽然有吸引人才以增强公司竞争力的功能，却可能造成员工重视短期财富的增加，起不到长期的激励效果。例如部分高科技公司的员工，在领完巨额的员工分红股票后，发生集体跳槽或提早退休的情形。

保障股东权益是经理人实践“课责性”最重要的指标。只有当财富及信息都处于弱势的小股东都能充分获得股东权益的保障时，经理人的职责才算圆满完成，而**股东权益变动表正是检察经理人是否忠于所托的重要工具**。

参考资料

* Kieso, Donald and Jerry Weygandt, 2004, *Intermediate Accounting*, 9th edition, Wiely.

* Ritter, J.R., 1991, “*The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*.” The Journal of Finance, March, 3~27.

* Teoh, S. H., Wong, T.J., Rao, G. R., 1998, “*Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings*.” The Journal of Finance, Vol. LIII, No.6, December, 1935~1974.

* 陈俊合，2005，《员工红利与后续公司绩效之关联性》，台湾大学会计学研究所未出版的博士论文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三篇 进阶篇

成功的经营管理绩效是获得较高的股东权益报酬率，而不只是在于每股收益的持续增加。经理人与投资人必须养成阅读“经典企业”年报的习惯。小心检查企业经营的成绩单。

致经理人——应用财报增加竞争力的十大建议。

致投资者——避开财务报表陷阱的九大贴士。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 踏在磐石而不是流沙上
——谈资产质量与竞争力

远在1835年，年轻、才气纵横的法国思想家托克维尔（Alexis de Tocqueville，1805～1859），在其名著《论美国的民主》（*Democracy in America*）一书中提出了一个问题：为什么当时欧洲和美洲之间的贸易，大部分被美国的商船所垄断？他的答案是：美国商船渡海的成本，比其他国家商船的成本低。但是，想要进一步解释美国商船何以有这种成本优势时，可就有点儿困难了。美国商船的建造成本不比别人低，但是使用时间比别人短；更糟糕的是，美国商船雇用船员的薪水还比其他国家的商船高，表面上看来真是一无是处，毫无优势。托克维尔却认为：美国商船之所以拥有较低的成本，并非来自有形的优势，而是因为心理与智力上的优势。

为了印证这个论点，托克维尔在书中生动地比较了欧洲水手与美国水手航海行为的不同。欧洲水手做事谨慎，往往等到天气稳定时才愿意出海；在夜间，他们张开半帆以便降低航行速度；进港时，他们反复地测量航向、船只和太阳的相对位置，希望避免触礁。相较之下，美国水手似乎爱拥抱风险。他们不等海上风暴停止就急着拔锚起航，日以继夜地张开全帆以增加航行速度，一看到显示快靠近岸边的白色浪花，就立刻加速准备抢滩。这种不畏风险的航海作风，使得美国商船的失事率远高过其他国家的商船（这种风险颇能解释为什么要支付水手较高的薪资），但这种航海作风确实能缩短漂洋过海的时间，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并大幅降低成本。

以 19 世纪初在波士顿进行的茶叶贸易为例，美国商船在将近 22 个月的航行中，除了到达目的地——中国广州采购茶叶之外，整个航行途中都不再靠岸补给，水手们只以雨水及腌肉果腹。相对地，欧洲商船一般会停靠几个港口，补给淡水与新鲜粮食。这种艰苦的航海生活，让美国商人的茶叶比英国商人的每磅便宜 5 分钱，取得价格优势，进而扩大了市场占有率。至于为什么美国商船建造质量不良，托克维尔在访问一个美国水手后豁然开朗。那位水手理直气壮地说："航海技术进步得这么快，船只可以用就好，质量不必太好，反正用坏了就换。"看到美国商船狂热地追求速度及拥抱风险的行为，托克维尔当时就大胆地预测："美国商船的旗帜现在已经使人尊敬，再过几年它就会令人畏惧……而我不得不相信，美国商船有一天会成为全球海权霸主。美国商人注定要主宰海洋，正如古代罗马人注定要统治全世界一样。"如同托克维尔所预言的，百年之后，美国果真成为全球第一大经济强权。

>> 无形资产决定长期竞争力

托克维尔的观点是进步的，现代会计学界的研究也指出，对企业的经营而言，无形资产比有形资产更为重要。19 世纪时，美国商船的竞争力主要来自于他们的企业家精神。试想如果没有这种无惧沉船的冒险精神，他们如何与拥有经验丰富的水手、设备精良的欧洲商船竞争？又如何能以些微的成本优势，在大西洋的贸易战争中胜出？

美国水手所拥有的无形资产，是他们身为新兴民族自然流露的冒险犯难性格，并不需要额外的投资。然而，现代的企业如果想拥有高竞争力的无形资产，必须进行系统的、持续的投资。例如企业用于研究发展（R&D）的支出，虽然其未来效益的不确定性太高，基于会计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学的谨慎性原则，被归类为当期费用而不是资产，但是研发活动确实是创造无形资产的重要来源。著名的会计学者莱夫（Brauch Lev）曾估计，每1元的研发支出，在未来平均可产生20%左右的投资报酬率，效益能延续5至9年。因此，为了加强竞争力，国际级企业莫不积极从事研发活动。（表8-1汇整了2005年部分知名企业研发支出占营收的百分比。）

表8-1　　2005年知名企业研发支出占营收比例

	金额(亿美元)	占营收百分比
英特尔	51.45	13.46%
微软	61.84	15.54%
默克药厂(Merck)	38.48	17.48%
苹果电脑	5.34	3.83%
IBM	58.42	6.14%

因此，所谓企业经营的“磐石”，不是财务报表上的土地、厂房、设备，而是企业家精神和良好的管理制度，离开了这些，有形资产便很容易变成“流沙”。不论是有形资产还是无形资产，它们的价值都建立在“能为企业创造未来实质的现金流量”之上。针对这个观点，本章稍后将进一步阐述。

>>“内在价值”与资产评估

在资产价值评估中，最重要的观念是“内在价值”（intrinsic value），也就是资产价值中可以用未来获利能力合理解释的部分。更具体地说，内在价值指的是资产在它存续期间所能产生的现金流量折现值（present value）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不妨用以下的例子，说明内在价值、折现等概念，以及如何衡量一个资产或一项投资案的内在价值。

释例：

如果你想报考北京大学光华管理学院EMBA课程，但不知道这项投资是否划算，不妨计算一下EMBA的内在价值。假设一旦进入EMBA课程，你每年的所得会增加人民币5万元，而这笔金额会在每年年底收到。你目前为45岁，如果预定65岁退休，仍然有20年的工作时间。为了简化计算，假设光华管理学院的EMBA课程学费为25万元，且必须于入学当年的1月1日一次性全部支付。

试问，你的EMBA教育投资的内在价值为多少？

如果只考虑接受EMBA教育所增加的总薪资所得，往后20年工作时间所获得的加薪总金额为人民币100万元，远比学费25万元高得多。但是，未来的钱比较不值钱。为什么？如果你想在1年后拿到5万元，而假设你能使资金获得每年10%的投资报酬率，目前你只要拥有45 454.545元（也就是50 000÷1.1）就能达到这个目标。换句话说，1年后的5万元，只相当于目前的45 454545元，因为以45 454.545元为本金，再加上1年10%的投资报酬率，1年后正好可获得5万元。这种以投资报酬率来降低未来现金价值的过程叫作“折现”(discounting)，而45 454.545元（经过折现的数字）则叫作“折现值”。同理，2年后的5万元，只值41 322.31元（50 000÷ $(1.1)^2$）。按照这个逻辑，20年后的5万元，只值7432.18元（50 000÷ $(1.1)^{20}$）。更夸张的是，40年后才获得的5万元，只值1104.75元（50 000÷ $(1.1)^{40}$），可见长期折现对未来现金价值的杀伤力。

利用折现的观点，本例EMBA教育的内在价值可计算如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\text{EMBA 教育的内在价值} = \frac{50\ 000}{1.1} + \frac{50\ 000}{(1.1)^2} + \frac{50\ 000}{(1.1)^3} + \cdots\cdots + \frac{50\ 000}{(1.1)^{20}}$$

$$= 50\ 000 \times \left(\frac{1}{1.1} + \frac{1}{(1.1)^2} + \frac{1}{(1.1)^3} + \cdots\cdots + \frac{1}{(1.1)^{20}}\right)$$

$$= 50\ 000 \times \boxed{8.5136}$$

$$= 425\ 680$$

在这个计算过程中，读者也可由会计或财务学教科书现成的表格中查出，每年拿到 1 元，连续 20 年，则第 1 年到第 20 年折现值的加总为 8.5136 元。由上述计算得出的内在价值来看，显然 EMBA 课程是个不错的投资，因为产生的内在价值 425 680 元远远大于教育投资的 25 万元。不过，仍有下列几项关键因素会影响 EMBA 教育的内在价值：

1. 对未来薪资增加金额的假设是否正确。如果你每年平均薪资的增加金额只有 29 364.78 元，那么你这笔 EMBA 教育投资就是不赚不赔；高于 29 364.78 元，算是有利可图；低于 29 364.78 元，就赔本了。

这个数字是如何计算出的呢？假设让 EMBA 教育不赚不赔的薪资增加额为一个未知数，按照上述折现的过程，让教育投资打平的关系式为：

50 000=损益平衡薪资增加额×8.513564，因此：

$$\text{损益平衡薪资增加额} = \frac{250\ 000}{8.5136} \approx 29\ 364.78$$

另一种估算错误的可能，来自于你低估未来加薪的幅度。假设第一年的加薪金额是 5 万元，以后每年加薪的幅度是 5%，那么你 EMBA 投资的内在价值可计算如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EMBA 教育的内在价值

$$=\frac{50\ 000}{1.1}+\frac{50\ 000\times 1.05}{(1.1)^2}+\frac{50\ 000\times 1.05^2}{(1.1)^3}+\cdots\cdots+\frac{50\ 000\times 1.05^{19}}{(1.1)^{20}}$$

$$\frac{50\ 000}{1.05}\left[\left(\frac{1.05}{1.1}\right)+\left(\frac{1.05^2}{1.1^2}\right)+\left(\frac{1.05^3}{1.1^3}\right)+\cdots\cdots+\left(\frac{1.05^{20}}{1.1^{20}}\right)\right]$$

而 $\frac{1.05}{1.1}=\frac{1}{1.1/1.05}\approx\frac{1}{1.05}$

因此，EMBA 教育的内在价值为

$$\approx\frac{50\ 000}{1.05}\times\left(\frac{1}{1.05}+\frac{1}{1.05^2}+\cdots\cdots+\frac{1}{1.05^{20}}\right)$$

$$=50\ 000\times\boxed{\frac{12.6422}{1.05}}$$

$=593\ 438=425\ 680\times 1.3941$

由以上的计算可以发现，只要持续 5%的加薪幅度，EMBA 教育的内在价值就能由原来的人民币 425 680 元增加到 593 438 元，增长幅度约为 39.41%。

2. **对自己资金未来投资报酬率的假设是否正确。**如果你认为未来的市场普遍不佳，你的平均年投资报酬率只有 5%而不是 10%，根据上述的折现计算方法，EMBA 教育的内在价值就会上升（请看以下的计算）。

EMBA 教育的内在价值

$$=\frac{50\ 000}{1.05}+\frac{50\ 000}{(1.05)^2}+\frac{50\ 000}{(1.05)^3}+\cdots\cdots+\frac{50\ 000}{(1.05)^{20}}$$

$$=50\ 000\times\left(\frac{1}{1.05}+\frac{1}{(1.05)^2}+\frac{1}{(1.05)^3}+\cdots\cdots+\frac{1}{(1.05)^{20}}\right)$$

$$=50\ 000\times\boxed{12.4622}$$

$=623\ 110$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于投资报酬率出现在折现值计算式的分母，在分子（薪资增加额）固定的情况下，资金在其他地方的投资报酬率（经济学所谓的“机会成本”）越低，则 EMBA 教育的内在价值越高。相对地，如果你的投资报酬率越高，则 EMBA 教育的内在价值便越低。假设你相信自己能产生 22%的投资报酬率，相关的计算如下：

EMBA 教育的内在价值

$$=\frac{50\ 000}{1.22}+\frac{50\ 000}{(1.22)^2}+\frac{50\ 000}{(1.22)^3}+\cdots\cdots+\frac{50\ 000}{(1.22)^{20}}$$

$$=50\ 000\times(\frac{1}{1.22}+\frac{1}{(1.22)^2}+\frac{1}{(1.22)^3}+\cdots\cdots+\frac{1}{(1.22)^{20}}$$

$$=50\ 000\times\boxed{4.4603}$$

$$=223\ 015$$

这个数字比你必须付出的学费少了人民币 26 985 元，显然 EMBA 教育的投资已经变成不值得。若用财务专用计算机精算，可以发现当投资报酬率为 19.41%时，折现值趋近于 25 000 元。因此我们可以推断，凡是自己能产生年投资报酬率超过 19.41%的经理人，若念书后每年薪资增加额只有 5 万元，便不值得念 EMBA 学位；若是年投资报酬率小于 19.41%的经理人，就值得念 EMBA 学位。

3. 薪资报酬与外汇汇率是否有关。假设你服务的是外国企业，老板给你薪水是以美元计算。在汇率是 8 元人民币兑换 1 美元的情况下，5 万元人民币相当于 6,250 美元。如果人民币对美元汇率升值到了 7 比 1，而你的年度加薪始终以美元计算，则 6,250 美元等于 43,750 元人民币，EMBA 教育投资的内在价值会因人民币升值而降低，相关的计算如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

EMBA 教育的内在价值

$$=\frac{43\ 750}{1.1}+\frac{43\ 750}{(1.1)^2}+\frac{43\ 750}{(1.1)^3}+\cdots\cdots+\frac{43\ 750}{(1.1)^{20}}$$

$$=43\ 750\times\left(\frac{1}{1.1}+\frac{1}{(1.1)^2}+\frac{1}{(1.1)^3}+\cdots\cdots+\frac{1}{(1.1)^{20}}\right)$$

$$=43\ 750\times\boxed{8.5136}$$

$$=372\ 470$$

我们清楚地看到，由于美元贬值，EMBA 教育的内在价值由原来的人民币 425 680 元，下跌至 372 470 元，损失金额为 53 210 元（12.5%）。

巴菲特强烈地主张，**利用折现的概念来衡量投资案，是财务上最适当的做法**，所有会计或财务学的教科书也和巴菲特的观点一致。但是，由本节的讨论可以发现，未来薪资、投资报酬率，甚至汇率变动等因素，都会造成内在价值的改变。

>> “内在价值” 的广泛应用

内在价值有非常广泛的应用，凡是能产生未来预期现金净流入的资产，都适用通过折现来评估内在价值的方法。

如果一台机器每年可产生 5 万元的净现金流入，并且效益可持续 20 年，在市场利率水平为 10%的假设下，这台机器的内在价值应该是多少？我们可套用前文将 5 万元现金折现 20 次后再全部加总的程序，计算出该机器的内在价值为 425 680 元。凡是理性的投资人，都会要求卖方以不高于内在价值的金额出售该机器，否则就不愿购买。

折现的道理也能用在企业购买其他公司股票（即转投资）的决策中。在第四章中，我们讨论了商誉（goodwill）的计算方法——购买其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他企业股权的金额，超过它合理的账面净值（重估后的资产减去负债），超额就是商誉。如果一家公司每年能为你带来5万元的净现金流入，并且持续20年，在假设10%的投资报酬率之下，利用对未来现金流量的折现，推算出这个企业的内在价值是425 680元。如果你真的以425 680元购买这个企业，而它的财务报表的账面净值只有200 000元，便必须承认225 680元的商誉。

内在价值的观念也可用于负债金额的衡量。假设某公司发行一种特殊的债券，借以在资本市场筹措资金，这种债券不必还本，只要每年年底支付债权人5万元，连续20年，则发行此债券对企业真正的经济负担是多少？在这20年之间，虽然该企业总共必须支付债权人100万元，但就折现的角度来看，把5万元现金折现20次再全部加总，此债券对企业的实质负担是425 680元。又例如企业租用一台机器20年，每年必须支付租金5万元，而资金的机会成本（如市场利率水平）为10%，按照折现的计算方法，该租约对企业造成的负债也是425 680元。

利率的变动对资产与负债都会造成重大影响。如果你拥有的资产使你享受每年年底固定5万元的净现金流入，而市场利率由10%下降至5%，则资产的内在价值会从425 680元上升到593 438元（请参阅之前EMBA教育折现值的计算）。相反地，若一个保险公司必须支付保险人每年5万元退休金，连续20年，当市场利率由10%下降至5%，该笔负债会由425 680元大幅增加到593 438元。

由此我们可以看出，即使没有交易发生，只要利率或汇率发生变化，就会对企业资产及负债产生重大影响。有时候，资产与负债同方向变动，且金额相当，如此就能抵消利率变动对公司财务结构的影响。企业通常会使用衍生性金融商品，以缓和利率或汇率对企业造成的财务冲击，这种行为称为“避险”。不过，如果衍生性金融商品操作不当，有可能越避越险，产生巨额亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 企业会计准则第八号公报——资产减值

中国财务部于2006年2月公布、于2007年开始适用的《第八号公报——资产减值》，引起了企业界极大的关注。第八号公报的精神很简单：资产如果不能获利，甚至发生潜在损失，应该立刻承认；资产如果有增值利益，基于谨慎性原则，还是不能承认利得。具体来说，企业必须确保资产账面价值不超过“可回收金额”。当企业资产的可收回金额低于其账面价值时，就产生资产减值。

刘教授课堂

资产的可收回金额是资产的公允价值的净额与资产预计未来现金流量的现值两者之间的较高者。

资产的公允价值的净额是指资产的公允价值减去处置费用后的净额。处置费用包括与资产处置有关的法律费用、相关税金、搬运费以及为使资产达到可销售状态所发生的直接费用等。

资产未来现金流量的现值，应当按照资产在持续使用过程中和最终处置时所产生的预计未来现金流量，选择恰当的折现率对其进行折现后的金额加以确定（计算方法可参阅前文讨论的内在价值）。预计的资产未来现金流量包括：1.资产持续使用过程中预计产生的现金流入；2.为实现资产持续使用过程中产生的现金流入所必需的预计现金流出；3.资产使用寿命结束时，处置资产所收到或支付的净现金流量。

当损失确定发生时，用资产账面价值减去可回收金额，差额即为资产减值损失，将资产减值损失计入当期损益，同时计提相对应的资产减值准备。资产减值损失一经确定，以后会计期间不得转回。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八号公报适用的范围，包括存货、采用公允价值模式计量的投资性房地产、消耗性生物资产、递延所得税资产等项目的资产减值。

举例来说，假设某企业拥有的一批投资性房地产在 2007 年 12 月 31 日的账面价值为 500 万元（取得成本 750 万扣除累计折旧 250 万），如果评估该批投资性房地产因市场价格行情低于预期，且未来价格将显著下跌，预期将对企业发生不利的影响，该批投资性房地产的可回收金额为 455 万元。由于它的账面价值超过可回收金额，所以会发生 45 万元（500 万元~455 万元）的资产减值损失，必须在利润表上认列资产减值损失，同时于股东权益中增加资产减值准备。

对中国大陆企业而言，在第八号公报要求承认资产减值的条件下，因企业合并所取得的商誉，或进行转投资所取得的其他企业股票（即一般所谓的长期股权投资），都是可能对当年企业发生重大冲击的项目。在国际上，也是按照这样的精神来处理的。例如 2003 年，美商世界通信公司针对商誉一口气提列了 79.8 亿美元的巨额资产减损，是目前的世界纪录。

一般来说，承认了巨额的资产减值损失后，对公司反而有“利空出尽”的作用。由第一章提及的“心理会计”论点来看，经理人最难办到的事是坦承失败，并以具体作为来处理失败的投资（如处分亏损事业）。**承认资产减值往往是面对现实、重新出发的契机。**

>> 资产比负债更危险

对一般人而言，资产代表有价值的事物，应该是好的；而负债代表存在的财务负担，应该是坏的。然而，对企业管理阶层来说，资产却比负债更加危险。理由很简单：资产通常只会变坏，不会变好；而负债通常只会变好，不会再变坏。很少会有银行或投资机构看到一个公司负债比率极高，而仍然勇于提供贷款，或者愿意进场投资。其实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多公司负债比率之所以偏高，常常是资产价值出乎意料地快速降低所造成。下面让我们检视几个资产价值恶化的例子。

资产通常只会变坏，不会变好

● 存货会因价格下跌造成重大损失

美国美光半导体（Micron）以生产 DRAM 为主要业务，因为自 2002 年第三季以来的 DRAM 产品价格下跌超过 30%，美光必须在第四季承认高达 1.7 亿美元的存货跌价损失，使得该年度亏损金额高达 4.7 亿美元。曾经是华尔街化工类股宠儿的 OM Group，2003 年 11 月 4 日发布高达 1 亿美元的存货跌价损失。一天之内，它的股价由 27 美元暴跌至 8.75 美元，跌幅达 68%。

创下信息产业存货跌价损失最高纪录的公司是著名的网络设备供货商思科（Cisco）。2001 年 5 月 9 日，思科宣布了高达 22.5 亿美元的存货跌价损失，这个巨额损失源自于管理阶层的误判。20 世纪 90 年代，思科营业额由 7 亿美元增长到 122 亿美元，平均年增长率为 62%。思科认为网络设备爆炸式的需求将持续，因此不断地增加存货，但是当景气突然反转时，这些存货的价值立刻暴跌。存货跌价损失的消息一经公布，当天思科的股价由 20.33 美元跌到 19.13 美元，下跌幅度为 6%。一般而言，科技产业的产品生命周期较短，三个月到半年间若无法顺利售出，价值往往会荡然无存。加上科技产业存货中的在制品质量难以查证，也很容易造成后续评价的误差或扭曲。

● 应收贷款会因倒账而造成重大损失

花旗银行 1967 年至 1984 年的首席执行官温斯顿（Walter Winston）留下这么一句名言：“国家不会倒闭。（Countries never go bankruptcy.）” 1982 年，即使墨西哥政府片面宣布停止对外国银行支付利息及本金，震惊国际金融界，温斯顿对回收发展中国家的贷款仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旧信心满满。正是因为这种信念，温斯顿在20世纪70年代才会率领美国银行团，大举放款给发展中国家。尽管后来美国政府介入斡旋好几年，仍看不到明显成果。之后，1987年5月，花旗银行新任首席执行官里德（John Reed）率先向市场宣布，给发展中国家的贷款中，有30亿美元可能无法回收，占花旗银行拥有的发展中国家债权总金额的25%。在花旗的带头下，美国贷款给发展中国家的前十大银行，纷纷进行类似的会计认列，光是在1987年第二季，它们所承认的坏账损失总计就超过100亿美元。在接下来的20世纪90年代，国际金融界一片凄风苦雨，多达55个国家出现还债困难，总共倒债3350亿美元，对发展中国家的放款平均22%左右无法回收。银行家曾以为，对国家放款的资产质量坚若磐石，结果却发现自己踩在流沙上。

- **长期股权投资因投资标的经营不善，成为壁纸。**

部分公司经由现金增资或银行贷款取得巨额资金，转投资往往十分浮滥。更糟糕的是，有些公司投资的子公司，主要目的是购买母公司产品，以虚增业绩进而操纵股价。有些上市公司常以海外子公司作为塞货的工具，子公司向母公司所购买的产品，又往往无法顺利销售。这些海外子公司其实不具有经济价值，资产负债表却不能公允地呈现。

过分复杂的转投资，就算没有操纵母公司股价的动机，也会造成企业管理的死角。例如已经在台湾下市的太平洋电线电缆公司（太电），它所转投资的子公司与子公司再转投资的“孙公司”就高达130家以上，多半亏损累累。就连当时太电的首席财务官，也搞不清楚每家转投资公司的详细财务状况，更谈不上有效的管理。

资产质量与未来愿景

假设你是一个银行家或投资人，当知道以下资产负债表的信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，试问你是否愿意贷款或投资这家公司：

A公司资产总共是21.6亿美元，遗憾的是，经过多年的亏损，A公司已经赔光了当初股东投入的所有资本，并产生负10.4亿美元的股东权益。经由会计恒等式得知，A公司的总负债金额是32亿美元(21.6亿+10.4亿)。

对一个上市的企业而言，这种负债远大于资产的情况很少发生。

前几年我在台湾大学教授EMBA的会计课程时，盖住A公司的名称，只显示上述的资产负债表给学生看，获得学生们压倒性的负面评价，类似“经营不善”、“地雷股”等警语不绝于耳。你是否也和我的学生们看法相同呢？当我宣布答案，告诉大家A公司就是大名鼎鼎的网络书店亚马逊之后，同学们纷纷改变看法，强调亚马逊未来获利的前景亮丽，这种因未来远景而忽略目前经营问题的心态在当时并不奇怪。

在网络泡沫还没吹破前，投资人普遍存在的热烈信心，使亚马逊在1999年每股股价曾高达132美元，市值为1380亿美元。当2000年网络泡沫破灭时，亚马逊最低股价曾跌到每股6美元，市值只剩下28.5亿美元。尽管亚马逊目前的股东权益仍是负数，但已脱离历史低潮。2006年11月，亚马逊每股股价约43美元，市值到达136亿美元。一个亏损累累的公司，凭什么有这个市值？买亚马逊股票的投资人，是不是站在流沙上？如果依第四章关于商誉的说明，打算并购亚马逊的公司，必须把它的购买总值都列在商誉一栏。以一个经理人或投资人的立场来看，你会不会对这种无形资产心惊胆战呢？至于这个问题的答案，完全要看亚马逊能否在未来继续获利，并创造正的经营活动现金流量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债通常不会变坏

太多的负债绝对不是好事。但必须明白的是，负债通常只会变好(不用偿还)，而不会变坏（最多按照原来金额偿还)。我们来看以下几个例子：

*1982 年，墨西哥宣告无法支付其国际债务，引发发展中国家的负债危机。1994 年，通过美国政府的安排调解，最后 18 个发展中国家与各大银行达成协议，把高达 1900 亿美元的负债减免了 600 亿美元。

*在亚洲金融风暴横扫时，由于韩国政府积极地介入协调，大宇集团（Daewoo Group）与外国银行团（以花旗银行为首，总共约200个银行）达成协议，取消平均约 60%的银行负债，总金额高达 67 亿美元。

*2003 年伊拉克战争后，伊拉克政府一直寻求完全取消其 1200 亿美元的外债。据报道，美国及其他工业大国倾向同意。日本在 2005 年 11 月时，同意免除伊拉克 80%的债务，以协助该国的重建计划；2005 年 12 月时，伊拉克也与国际货币基金组织（International Monetary Fund，简称 IMF）协议在 18 个月内逐步免除其债务；目前美国、英国及俄罗斯均已在该协议中承诺免除伊拉克的债务。时至 2006 年，伊拉克的外债已经从 1200 亿美元降低到 300 亿美元。

高负债的确有害，但它的危害显而易见，企业或银行一般不会一开始就犯错。**负债会成为问题，经常是因为资产价值缩水，或获利能力萎缩所造成。**例如，2001 年台湾的亚世集团因旗下的大亚百货及环亚饭店发生财务危机而受到关注。在 20 世纪 70 年代，亚世集团董事长郑周敏借着土地投资建立起多元化事业体系，全盛时期号称拥有千

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿新台币以上资产。乍看之下，该集团250亿元的负债并不算高，但由于当时台湾房地产业长期低迷，资产大幅缩水，实际的负债比率远高于账面所显示的数字。更糟的是，大笔土地的流动性较低，想瘦身都十分困难。由此可知，**负债问题常是资产减损问题的延伸**。

再看另一个例子。京东方科技集团（1997年于深圳证券交易所上市）主营产品为液晶面板。该公司由2002年至2005年虽然营收年年攀升（分别为人民币47.83亿元、111.80亿元、124.42亿元和134.62亿元），然而增长幅度却急速降低（2003年至2005年间增幅分别为133.77%、11.28%和8.20%）。同时，从2004年开始，由于显示器终端产品国际价格持续走低，导致其利润呈下降趋势。2006年，该公司营运已经呈现亏损状态，亏损金额达人民币15.87亿元。另一方面，公司越来越依赖于负债融资，不断发行成本极高的带息负债，导致利息支出不断增加（2002年至2005年间利息支出分别为人民币0.84亿元、2.78亿元、3.16亿元和4.62亿元），更进一步削弱了利润基础。同时，其负债对资产比率也由2002年的61.06%升到2005年的82.74%，企业负债水平过高，运营压力十分沉重。这就是获利能力萎缩造成过度举债，导致继续经营困难的实例。

>> 管理资产减损才是重点

公允地表达资产减损的情况，是近年来财务报表编制最重要的发展方向之一。但是，对公司而言，根本之计还是管理资产减损，避免资产质量恶化。以下列出两项重点加以说明：控制存货跌价风险、控制应收账款倒账风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

控制存货跌价风险

不同类型的厂商规避存货跌价损失的方法也有所不同，例如通路商可能以“寄销”（consignment）来减少风险。寄销是指制造商完全负担存货跌价的风险，即使产品在通路商的卖场，所有权仍属于制造商；当产品销售出去，才由通路商与制造商拆账。这种寄销的形态，不只是通路商与制造商就个别商品所订定的销售契约，也可扩大为通路商的商业模式。也就是说，通路商只提供销售平台，不介入存货的买卖，目前具有规模优势的通路商（例如沃尔玛），正全力朝着此方向迈进。因此，在寄销的商业模式下，营收增长甚至不需要存货的增长。

此外，通过签订存货跌价保护契约的方式，通路商可让制造商补贴产品价格下跌的部分或全部损失，使本身的存货跌价损失得以减少。通路商除了先签订这种契约外，也须要求经理人能系统地执行这些条款，而不是徒具虚文，这就涉及到经理人的执行力。针对本身拥有的存货，要求加快出售现有存货的速度（存货周转率），是通路商管理的重点。最直截了当的做法，便是把存货周转速度列入卖场经理人的绩效评估指标。至于如何设计适当的诱因机制，则属于“管理会计学”的讨论范畴。

至于制造商，它们主要以先下单后生产、增加存货周转速度来降低存货风险。20 世纪 80 年代，丰田汽车（Toyota）创造了“零库存”(just in time）的管理模式——有市场需求才制造汽车，在制造时才将零部件送上生产线。丰田汽车这种创新的管理流程，大幅降低了汽车成品、半成品及零部件存货的风险。20 世纪 70 年代晚期的克莱斯勒却是个鲜明的对比，由于对景气复苏过于乐观，克莱斯勒大幅增加生产，在需求不振的情形下，汽车存货暴增，甚至必须堆到仓库外面，被媒体嘲笑为“整个底特律都是克莱斯勒的停车场”。克莱斯勒差一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点因此倒闭，后来通过美国联邦政府的协助，以及传奇首席执行官艾柯卡(Lee Iacocca) 的救援行动，才起死回生。

20 世纪 90 年代，制造业通过供应链进行管理，最卓越的应该算是戴尔电脑。戴尔的存货控制由 2000 年的 6 天，下降至 2004 年的 3 天，为业界之冠。大中华地区科技厂商的存货管理，以台湾的鸿海（香港上市的富士康为其关系企业）最为著名。鸿海生产线执行严格的材料库存控制，创造了生产成本的竞争力。鸿海工厂的备料时间比同业短，当备料到了一定时间还没出货，就会被打成库存呆料，先折价一半。经理人如果没有严格执行生产计划时间表、准确地拿捏出进货时间，财务报表上的业绩就会变差，甚至会拿不到年终奖金，这种机制使得经理人严格控制材料库存。由此可见，财务报表的每个数字，都必须以适当的管理机制扣紧企业活动，才能产生竞争力。

控制应收账款倒账风险

除了落实客户信用调查外，为避免应收账款发生倒账风险，部分企业会将应收账款卖断给金融机构。这种交易会使公司资产负债表的应收账款金额减少、现金金额增加。不过，卖断应收账款的做法，是否真能解除公司的信用风险呢？这可不一定。部分银行为求自保，在应收款卖断的合约上故意留下灰色地带，要求现金必须存放在该银行，万一有倒账情况发生，银行可优先由该公司存款余额中直接扣款。如此一来，现金并非完全由公司自由支配，反而成为“受限制资产” (restricted assets)。就财务报表公允揭露的精神而言，现金中受到限制的部分，应该在附注中加以解释。就务实的管理来说，应收账款卖断能否达到风险转移的目的，经理人应在相关契约上加以理清。

此外，还有一个使应收账款倒账风险增加的原因：不恰当的绩效评估制度。如果销售人员的奖金完全根据业绩而定，可能会诱使销售人员只顾冲刺业绩，忽略客户是否有还款意愿与能力。信用风险的控

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制，不该完全推给后段的财务或稽核人员。销售人员站在第一线，通过与客户的直接接触，往往更能有效地评估其信用风险。至于销售人员的奖金发放，应该与应收账款能否回收联系起来，才是根本改善应收账款质量的方法。

>> 啥都没剩下！

2004年美国总统大选，寻求连任的共和党候选人布什（George W. Bush）和民主党候选人克里（John Kerry）竞争得十分激烈，两方阵营莫不挖空心思宣扬己方政绩，并攻讦对方，其中一个嘲讽布什的笑话相当经典。话说布什总统在竞选期间头痛欲裂，幕僚找来美国最权威的脑科医生替他诊断。用最精密的仪器彻底检查后，医生面色沉重地说："总统先生，您有大麻烦了！"布什很紧张地问："我脑袋瓜到底出了什么问题？"医生说："正常人的脑袋分成右脑和左脑，总统您也不例外。但是，在您的右脑，没一样是对劲的；而在您的左脑，啥都没剩下。（In your right brain, there is nothing right. In your left brain, there is nothing left.）"这个笑话利用英文"右边"（right，也为"正确"之意）与"左边"（left，亦为"剩下"之意）的双关语，把有着西部牛仔粗线条形象的布什，狠狠地嘲讽了一番。

对学会计的人来说，在这个笑话背后，应该有个十分严肃的联想。读者还记得会计吗？在会计等式的右边，代表资金的来源，让人担心的是"没一样是对劲的（nothing right）"，例如企业的负债比例太高、以短期负债支应长期投资等。在会计等式的左边，代表资金的用途，也就是企业所持有的各种资产，让人害怕的是"啥都没剩下"（nothing left）。毕竟在公司资产中，不论是现金、应收账款、存货、固定资产、长期投资等各个项目，都存在着风险——坚硬的磐石可能突然变成流沙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于企业来说，无论是资产、负债或是所有者权益，都对于企业竞争力的评估有着重大影响，尤其是无形资产的评价，尽管看不到实体，却也潜藏企业的真实价值，又如 EMBA 提及的内在价值的计算，若不估计一个决策的实际价值是否超过负担的成本，又如何知道这样的决策是否有施行的必要。

经营企业不能不面对风险，也不能不控制风险。在讨论内在价值如何计算时，读者应该已经发现，我们所谓的资产的价值，主要是建立在假设“未来能创造的现金流量”之上。对企业而言，未来的现金流量，不是一连串可任意假设的数字，而是发挥竞争力、在市场中获得实际经营绩效的成果。170 年前，托克维尔就清楚地指出，在 19 世纪大西洋的贸易战中，美国水手“在心理与智力上的优势”，造成了他们的竞争优势。由此可见，公司的磐石应该根基于：**以无形资产结合优质有形资产，借以创造竞争力，再将竞争力转化为具有续航力的获利成绩。**

参考资料

* Alexis de Tocqueville, *Democracy in America*. J. P. Mayer ed. Garden City, NY: Anchor Books, 1969.

(中文简体版：托克维尔，《论美国的民主》，商务印书馆，1999)

* 张殿文，2005，《虎与狐：郭台铭的全球竞争策略》。台北：天下文化。

* Lev, Baruch and Theodore Sougiannis, 1996, “*The Capitalization, Amortization, and Value Relevance of R&D.*” Journal of Accounting and Economics, 107~138.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 卓越管理而不是盈余管理
——谈盈余品质与竞争力

2004年8月19日，美国网络搜索引擎的领导者Google，第一次在纳斯达克市场挂牌交易，创造了网络泡沫化之后最亮眼的股价表现。Google初上市的承销价为每股85美元，它由资本市场总共筹措到16.7亿美元。Google在2006年第三季相对于去年同期获利倍增，大幅超越了分析师所预估的20%的增长率。这种卓越的经营成果大大地刺激了股价，使该公司的市场价值突破1400亿美元，超过了更早上市的网络股老大哥雅虎与亚马逊书店，甚至也超过了IT产业的龙头英特尔及IBM的市值。

市盈率高达62倍（2006年第3季股价约480美元，而预估每股收益约7.7美元）的Google，会是另一个泡沫吗？

没有人敢如此断言，因为Google和其他先前狂飙的网络公司不同，它的确有惊人的获利增长。2003年，Google的营收是14.7亿美元，净利达1.06亿美元；2004年，营收增长到31.9亿美元，净利达3.99亿美元；2005年，营收增长到61.4亿美元，增长了92.48%，净利达14.65亿美元，增长了2.7倍；到了2006年第三季，仅仅9个月的时间，Google营收已经达到74亿美元，净利达20.47亿美元，至今仍呈现快速增长的趋势。

不少华尔街分析师对Google的商业模式极为欣赏，这些分析师认为，Google在线广告的收费方式是近50年来广告界最大的革命。举

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例来说，如果你上了美国Google的网站，在搜索栏位打上折价汽车保险业龙头“Geico”（伯克希尔–哈撒韦公司旗下的汽车保险公司），Google的搜索引擎一面找寻与Geico有关的资讯，一面搜索与Google签订广告合约的其他汽车保险公司。当搜索结果出来时，页面左边将显示“Geico”的资讯，右边则是其他保险公司的建议链接。每当你点选任何一个建议的链接，Google就赚进1.53美元的广告收入；当合约期满后，广告商必须通过竞标，以决定下回每次点选的广告费用。当你使用《纽约时报》（*New York Times*）网络版的搜索引擎时，背后使用的也是Google提供的技术。若你在《纽约时报》网页通过搜索引擎点选任何广告链接，Google也同样赚进一笔广告收入，当然这时必须和《纽约时报》拆账。

更令华尔街分析师振奋的是，在2005年当中，Google的广告收入有52%是直接由自己网页所创造，这代表Google的品牌力量极强。在全球100多个国家中，Google与数目众多的公司签订这种广告合约，当使用者免费享受威力巨大的搜索服务时，也同时让Google赚进大把钞票。目前《财富》杂志前100名的大型公司，在线广告业务大多交给Google。但问题是，这种快速的营收及获利增长究竟能维持多久？

随着Google成为最有影响力的网络公司后，一连串诉讼案件也接踵而来，判决结果将影响Google的未来营收，也将影响获利增长的持续性，而过去几年Google已经为诉讼付出高额成本。例如，2006年比利时法院要求Google停止转载未获授权或未付费的比利时报纸新闻头条。法新社也控告Google擅自采用法新社头条、照片和部分新闻内容，侵犯著作权，该案件目前正由美国华盛顿联邦法院审理。2005年2月，法国精品大厂路易威登（LVMH）对Google提出的侵权诉讼，巴黎地方法院初审判决成立。Google必须赔偿路易威登20万欧元，因为与路易威登搜索资料并列的广告链接，大多贩卖它的仿冒商品，法官认为路易威登的经济利益的确遭受损害。这个赔偿金额虽然不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，但在法国和欧盟其他国家，类似诉讼案件目前已大排长龙，挑战Google商业模式的合法性。

然而，对Google威胁最大的并不是这些诉讼案，而是四周虎视眈眈的超级竞争对手。2004年12月，微软首席执行官鲍尔默（Steve Ballmer）接受《福布斯》（*Forbes*）专访时，不服气地宣称："我们的网络搜索服务，目前虽暂时落后于Google，但是一定会后来居上。"2005年2月1日，微软终于摆脱对雅虎的技术依赖，推出属于自己的MSN搜索引擎。此外，雅虎、易趣、亚马逊等其他顶尖网络公司，也都大力加强自己搜索引擎的威力，企图瓜分日益重要的网络广告市场。

目前Google在搜索引擎的市场中，仍占有最重要的地位，也依旧是所有搜索引擎中获利能力最高者。面对竞争对手的压力，Google也通过各种策略进行和解，例如，2005年底Google与微软签订"微软、Google诉讼停止的协定声明"达成和解。不过才不到一年的时间，微软在2006年7月为了与Google竞争中国大陆市场，公开招募"竞争官"，看来Google还必须继续与竞争对手抗衡。

>> 盈余品质

美国前证管会主席莱维特（Arthur Levitt）对美国上市公司以财务报表大玩数字游戏的情况，在1998年作过一段发人深省的评论："我越来越担心，符合华尔街获利预期的动机已远超过对基本管理实务的关注。太多公司的经理人、会计师及财务分析师投身于数字游戏。在急迫地满足获利预期、营造平滑获利轨迹的心态下，一厢情愿的乐观数字凌驾于忠实的呈现之上。因此，我们看到盈余（参阅第五章对"净利润"概念的解释）品质的降低，进而导致财务报告品质的降低。管理被操纵取代，诚信不敌幻觉。当同业的财务报告游走于合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法及犯罪的灰色地带时，要求经理人保持忠实的会计表达就变得极为困难。在这个灰色地带，会计的操纵充满诱惑，获利数字反映管理阶层的期望，而非公司真正的财务绩效。”

事实上，不论对经理人或投资人，盈余数字的高低固然是关心重点，盈余的品质（earnings quality）才能真正反映企业的竞争力，创造企业的长期价值。什么是盈余品质？盈余品质一般由五项条件构成：盈余的持续性（persistence）越高，则品质越好；盈余的可预测性（predictability）越高，则品质越好；盈余的变异性（variation）越低，则品质越好；盈余转换成现金的可能性（realization）越高，则品质越好；盈余被人为操纵（manipulation）的程度越低，则品质越好。以下将针对这五项重要因素进行讨论，并进一步说明盈余品质如何反映竞争力。

盈余的持续性

根据国际著名期刊《金融杂志》（*Journal of Finance*）2003 年的一篇论文所述，自 1951 年到 1997 年之间，能维持每年盈余增长 18%、又持续 10 年之久的美国上市公司不到 10%，可见维持盈余持续增长的难度非常高。沃尔玛是盈余持续增长的最佳范例之一，自 1971 年上市以来，沃尔玛的盈余平均年增长率为 32%。这种纪录让投资人对它的管理阶层产生信心，认为只要沃尔玛能持续开店，营收、获利都会一直增长。伯克希尔-哈撒韦公司也是盈余持续增长的好例子，自 1969 年巴菲特担任首席执行官至 2004 年为止，伯克希尔-哈撒韦以每年平均盈余增长 50%的速度，持续展现傲人的成绩。然而，不论是沃尔玛还是伯克希尔-哈撒韦，近年都遭遇盈余增长率下滑的瓶颈。例如沃尔玛 2006 年的盈余增长率只剩下 9%，而伯克希尔-哈撒韦 2004 年的盈余增长率更变成负的 10.34%。为此在 2004 年的年报上，巴菲特还特地发表一封给所有股东的特别信，让股东们了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解问题的严重程度。

美国第二大零售商家得宝（Home Deport）首席执行官纳代利（Robert Nardelli，2004 年获选为美国《商业周刊》年度最佳首席执行官之一），在 2004 年的年报上说："家得宝的经营目标是可持续的获利增长（sustainable profit growth）。"这句话道出了盈余品质的最核心要素。

的确，家得宝不仅持续地通过在全美各地扩店以占领市场，而且总是可以提供给顾客良好的购物经验，每次我到家得宝购物，都会发现一些惊喜。我第一次和定居美国的好友前去家得宝，是为了解决一个麻烦——防止小虫由院子草地爬到客厅地毯，服务人员热心地提供咨询，建议我们在大门底下装上有毛刷的长条挡缝条，后来发现这一招果然有效。让我惊讶的是，像这样的小东西，在家得宝的库存里竟有近 10 种选择，无怪乎光是普通家庭的 DIY 用品，就有接近 5 万种的商品库存。第二次到家得宝是为了买油漆，为客厅弄脏的墙壁补漆。我们碰到一点小麻烦——店里现成的油漆和原来客厅的油漆颜色不一致。幸好家得宝提供调漆的服务，我们携带一小片油漆颜色的样本，店里经验丰富的服务人员看过样本后，替我们调好一小桶颜色几乎一样的油漆。后来，我发现家得宝也开始进入非 DIY 市场，以外包技术工匠的方式帮顾客装地板、地毯、瓷砖，俨然成为解决家居问题的全方位公司。在这种不断将核心能力向外延伸的模式下，它的盈余也持续增长，1985 年到 2005 年的平均年盈余增长率为 21.22%，也拥有良好的盈余品质。

2005 年，W. 钱·金（W. Chan Kim）与勒妮·莫博涅（Renee Mauborgne）在《蓝海战略》（*Blue Ocean Strategy*）一书中，强调要创造新的企业经营版图或商业模式，以帮助企业在缺乏竞争对手的蔚蓝海域中，得到更大的成长空间，并获得更具续航力的盈余增长。相对地，如果一个企业被局限在高度商品化（高同质性）的市场，互相以价格战作为主要竞争方式，就是陷入"红海战略"（Red Sea

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Strategy）、苦战不已的企业，通常它们的成长空间有很多限制，不易有良好的盈余品质。就作者观察，家得宝正是实行“蓝海战略”的代表性企业之一。一般而言，具有高度盈余持续性的企业，都会享有较高的市盈率，也都是产业中拥有高度竞争力的公司。

盈余的可预测性

除了应具有获利的续航能力之外，高度的盈余品质还要求盈余具有可预测性——亦即利用过去的盈余历史，可以相当准确地预测未来的盈余发展。例如盈余以每年超过 30%速度增长的，通常是快速成长的公司；以 10%至 20%速度增长的，则是稳定增长的公司。即使公司盈余完全没有增长，若能稳定地保持现状，每年固定发放定额现金股利，也可称为拥有好的盈余品质。盈余可测性高的公司，投资人容易评估企业的内在价值，因此可以用合理价格进行投资，不易产生投资亏损。

华尔街有一句名言：“价格是你付出的，价值是你享有的（Price is what you pay,value is what you get.）。”许多投资人投资优秀的公司，依然受伤惨重，原因是付出太高的价格，盈余可测性高的公司能大幅降低这种风险。

通常在较成熟产业（例如塑化、半导体）中的企业，无法每年保持盈余持续增长，而会出现景气循环的现象。若企业能在景气循环的过程中，依然保持可预测的盈余（例如赚两年亏一年），这种情形也算是具有可预测性。相对地，有些体质较差的企业，会在景气谷底被淘汰，就不具有盈余可预测性。

盈余的稳定性

笔记本电脑与液晶电视最主要的零件是液晶面板，而台湾上市公司友达是全世界液晶面板第二大的供应商。2004 年 10 月 27 日友达第三季的法人说明会中，董事长李焜耀先生公开向投资人道歉，因为在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

友达第二季的法人说明会里，他还自信地保证当年预估获利至少为每股 9 元新台币。然而第三季供过于求，液晶面板价格下跌了三成，导致友达第三季只能损益两平（获利新台币 400 万左右），第四季可能亏损超过新台币 10 亿元（实际亏损 22.3 亿元）。友达股价也由 2004 年 4 月 19 日的最高点新台币 73.55 元，跌到 11 月 2 日的 33 元。像这样的情形，最能说明液晶面板公司盈余高度的不稳定。

此外，随机存储器 DRAM 产业也“分享”液晶面板价格暴涨暴跌的特性。1998 年，台湾世界先进公司就曾因 16 兆的 DRAM 景气极度不佳，半年之内三度调低财务预测。上述这些情况，显示液晶面板和 DRAM 产业的公司盈余稳定性不足，会被归类为较低的盈余品质。目前世界先进已经转型，成为以晶圆代工为主要业务的半导体公司，盈余稳定性可望提升。

再以另一家台湾上市公司广达电脑为例，它是全球笔记本电脑第一代工大厂，1999 年刚上市时，广达的营收为新台币 753.1 亿元，税后净利为 92.5 亿元(净利率 12.2%)。2003 年，广达的营收为 2,922.9 亿元，获利为 132.5 亿元（净利率 4.53%)。

由于广达的客户分散，在微利时代仍能维持获利增长。比广达更早上市、曾风光一时的另一家台湾笔记本电脑厂商英业达，除了遭遇与广达相同的净利率快速下滑外，由于英业达的营收来源过分集中于康柏(Compaq，2001 年与惠普合并)，曾在 2001 年康柏销售不佳的情况下，一度出现营收大幅下滑的窘境（2001 年营收净额与 2000 年相较，下跌了 33.6%)。英业达的盈余较不稳定，所以盈余品质比起广达要差。

有些企业因策略定位较佳或经营能力出众，较能抵挡产业景气循环，也较能抵挡外在突然变故对公司盈余的影响。例如第五章曾提及 9·11 恐怖袭击对航空业的影响，若以盈余稳定性的角度来看，西南航空的应变能力远比美国航空要好得多，因此西南航空拥有优于美国航空的盈余品质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盈余转变成现金的可能性

对企业进行绩效评估的最主要方式——利润表——是建立在应计基础之上，而应计基础的特色是着重经济事件是否发生，不着重现金是否收到或是支出。在信用交易中，只要企业认为应收账款可以回收，就可在尚未收到现金时，将这一笔交易认列为当期收入，并增加当期盈余。当然，企业最后还是必须回收现金。无法回收的应收账款虽然虚增了当期盈余，未来终究还是必须承认坏账损失。有些企业过分着重于冲刺业绩、拼账面获利，容易造成信用管理松散、盈余空洞化而没有现金意义的危险状况。因此，企业盈余转换成现金的可能性越高，则它的盈余品质也越高。

有关盈余与现金的关系，在第六章已利用沃尔玛与戴尔的例子来说明。它们平均每 1 块钱的盈余，可转变成 1.3 至 1.5 元的经营活动现金流量，这种优质的管理能力，就是造就高度盈余品质的重要因素。

盈余品质与人为操纵

在第二章，我们了解会计数字的结构可分成经济实质、衡量误差、人为操纵三个部分。就盈余品质而言，人为操纵造成的杀伤力最大。但是，我们是否可以用最严格的会计规则来避免经理人操纵数字呢？例如，一般公认会计准则可规定应收账款必须固定提列 10%为坏账费用，超过 6 个月没卖出的存货必须提列 50%的存货跌价损失。如此一来，经理人操纵盈余的空间就大大减少。然而，假设你是沃尔玛、戴尔或 IBM 的供应商，你被这些国际级企业倒账的几率几乎是零，因此提列 10%的坏账费用还嫌太多；反过来说，若企业的母公司塞货给海外子公司，以虚增营收的做账方式处理，对于这种授信浮滥的关系人，应收账款提列 10%的坏账费用又嫌太少。对电子产业而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

言，半年未出售的产品可能变得完全没价值，因此50%的存货跌价损失仍嫌太少；相对之下，又有部分商品的价值十分耐久（例如路易威登的皮包及皮件），几乎没有存货跌价的问题，因此50%的存货跌价损失又嫌太多。

简单地说，机械性地要求一体适用的会计方法或会计估计，会使经理人丧失向投资人沟通企业活动真实状况的空间。因此，人为操纵是企业与资本市场沟通的“必要之恶”。近年来，企业操纵会计数字的例子不胜枚举，除了广为人知的安然、世界通信之外，本章将再提供一些足以令人警惕的例子。连续优生也作弊，最教投资人震惊！

>> 绩优生的堕落——房利美不再卓越

2004年12月，美国证券管理会正式要求美国最大的抵押贷款公司房利美（Fannie Mae）调整2001年以来的获利数字。证管会指控房利美在2001年到2004年之间，对其衍生性金融商品的处理，违反了一般公认会计准则。如果该项指控成立，房利美必须承认的损失高达90亿美元，而且会被金融监理单位列于“资本严重不足”的黑名单上。房利美一直是美国金融界的绩优公司，总资产金额高居全美上市公司的第二名，是全美最大的房屋贷款来源，也跻身在全球超大型金融服务公司之列。房利美的股票（FNM）在纽约和其他证券交易所挂牌上市，是标准普尔500的成分股，可见房利美在资本市场的指标性和重要性。

2001年，柯林斯从全美1435家公司里，挑选出11家“从优秀到卓越”的公司，由于房利美在1984年至1995年间卓越的股价表现，它被选为金融储贷业的绩效代表。1984年至1999年之间，房利美的首席执行官麦斯威尔（David Maxwell）为公司创造了新的商业模式。他利用新发展的衍生性金融工具，大幅降低利率变化对公司带来的损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失，使得房利美的经营蒸蒸日上。从1999年开始，房利美由雷内斯（Franklin D. Raines）接任首席执行官。雷内斯出身于劳动阶级家庭，毕业于哈佛大学法律系，于1996年至1998年期间，担任过克林顿总统的财政主任及内阁成员。在雷内斯的领导下，房利美持续保持16年来盈余增长的纪录，致力于产品的多样化，并稳住金融科技发展的领导地位。绝大多数人都想不到的是，连这种绩优公司都会出现财报丑闻。

以目前调查所得的证据来看，房利美高阶主管利用递延衍生性金融商品的投资损失，捍卫每年巨额的绩效奖金。美国证管会发现房利美违反会计规定后，2004年12月21日，首席执行官雷内斯与首席财务官霍华德（Timothy Howard）被迫辞职下台。由此案例可以看出，企业领导者的一念之私，可以在短期内摧毁一家绩优公司的盈余品质。

>> 企业会计准则第三十七号——金融工具列报比较与分析

从上述房利美的例子，可以看出衍生性金融商品给盈余品质带来的杀伤力。中国大陆有关衍生性金融商品的相关作业，现规范于《第三十七号公报——金融工具列报比较与分析》之下。由于第三十七号公报的相关规定十分复杂，连大型金融企业都曾私下表示，短期之内实在无法充分消化，何况是一般的经理人或投资人。有关衍生性金融商品的会计表达问题较为复杂，已经超出本书讨论的范围，但是经理人对衍生性金融商品应抱持两个基本态度：

1. **别想靠操作衍生性金融商品创造财务绩效。**世界第二工业电脑大厂台湾研华科技，于2003年上半年操作衍生性金融商品，过度放空欧元选择权，导致汇兑损失金额高达新台币7.3亿元，和研华股本34.13亿元相比较，损失约达股本额的21.4%，2003年的税后净利也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌至新台币 10.72 亿元，较 2002 年的实绩衰退 13.1%。事件发生后，研华除了股价跌到近年最低点，总经理也因此异动。在 2003 年的法人说明会中，研华董事长刘克振先生表示，这是研华成立 20 年来首次发生的重大亏损，并郑重宣布日后不再参与任何选择权操作，且规避风险的手段上仅限制于远期外汇的买卖。事件落幕后，研华除了延揽新的经理人，加强公司财务管理的专业性外，在经营方向及策略方面，也回归到专注本业与经营全球品牌。2004 年后，研华的营收及获利恢复增长，股价也恢复正常，2004 年至 2006 年第三季间，研华的市值从新台币 286.15 亿元稳定增加至 464.61 亿元。

再看另一个例子，2004 年底，在新加坡交易所挂牌的中国航油(系国有中国航空油料集团的子公司)，因看空油价而操作衍生性金融商品失利，蒙受 5.5 亿美元损失，几乎等同公司市值，该公司股票因此遭停止交易，公司方面并申请债务重组。经过一年的拯救工作，中国航油终于在 2005 年底公布新注资方案，并且与债权人达成了债务重组协议。

2. **不要盲从于金融机构的营销手法。**企业如果没有彻底了解衍生性金融商品的性质，就涉入大额的交易，即使初衷往往是为了避险，但结果却是“越避越险”。部分金融机构之所以推销衍生性金融商品，主要动机是增加自己的手续费收入，未必能就企业的立场及经营特色，思考衍生性金融商品对该企业的潜在风险。企业必须对此建立独立思考的专业能力。

>> 台湾：企业合并财务报表与第七号公报

2001 年爆发的安然案，把当时企业编制合并财务报表的弱点暴露无疑。过去一般公认会计准则规定，公司必须把持股超过 50%的子公司编入合并财务报表，以便显示企业财务活动的全貌。20 世纪 90 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代，安然快速地由天然气油管事业转型成各种能源买卖（石油、电力等），并投资与能源相关的各种新兴事业，这些交易主要是通过安然与其所谓“特殊目的单位”（special purpose entity，简称SPE）来进行。在复杂的财务安排下，这些“特殊目的单位”逃避了当时一般公认会计原则的规范，不用纳入安然的合并财务报表。但是这些“特殊目的单位”，几乎清一色是由安然的高阶主管（例如首席财务官）所控制。安然虽没有持股的控制，但如果按照“实质控制”的概念编制合并财务报表，则安然与“特殊目的单位”交易所产生的获利，将因互相抵消（安然赚而“特殊目的单位”赔）而不复存在；而“特殊目的单位”所欠下的庞大债务，会在合并财务报表中显露出来。

在调查安然案的过程中发现，安然2000年的获利有96%是利用“特殊目的单位”做账产生的。如果把“特殊目的单位”的负债合并计算，安然在2000年年底的总负债应为221亿美元，而不是102亿美元。

目前国际有关合并财务报表的规定，是将原先规定“股权”控制50%以上才须编制合并财务报表，改成只要有“实质控制”（例如指定经理人及董监事的能力）就必须编制。此外，连半年报也逐渐要求必须是合并财务报表。合并财务报表的编制，可防止企业把亏损及负债隐藏在没有合并的其他受控制公司（例如安然的“特殊目的单位”），对增加财务报表的透明度非常重要。但是，如果经理人想找出个别企业的管理问题，还是必须回到非合并报表，因为合并报表资讯的加总性太高，不易看出个别公司的特色。

中国大陆有关合并财务报表的规定——《企业会计准则第20号——企业合并》已经着手进行修订，目前相关规定均在修订程序中，也顺应国际趋势倾向以实质控制作为合并与否的依据，以避免发生像安然这样轰动国际的公司弊案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> Sunbeam 的转机？

1996 年，邓拉普（Albert Dunlap）受聘为 Sunbeam（全球著名小家电公司）的总裁，2 个月后他宣布大规模的组织重整，并承认了高达 3.4 亿美元的“重整损失”（restructure charge）。1997 年，在宣布重整的 14 个月后，Sunbeam 骄傲地宣称改造成功，具体成果包括 31%的营收增长、每股收益由 1996 的 0.1 美元变成 1997 年的 1.41 美元。因为这些振奋人心的消息，Sunbeam 股价一路走高，1996 年的股价为 19 美元，到了 1998 年 3 月则高达 52 美元。但是，随后一连串的获利衰退事件与重整的做账疑虑，重创 Sunbeam 股价，1998 年第二季股价由 52 美元暴跌至 10 美元。Sunbeam 被财务分析师认为有做账嫌疑的项目包括：

1. 销售已经冲销（write-off）的存货：1996 年 Sunbeam 重整时，承认存货丧失销售价值的部分高达 9000 万美元，但是这些存货其实仍可销售，且于隔年靠出售这些账面价值为零的存货，创造了 4500 万美元的销售利润。

2. 由于 1996 年提列过量的保修费用，1997 年的保修费用得以大量降低，使获利大幅增加了约 1900 万美元。

3. 降低固定资产的折旧：1996 年将大量固定资产（约 9200 万美元）的账面价值降至零，因此于 1998 年无须再提折旧费用（约 600 万美元）。

4. 将营销费用资本化：一般公认会计准则要求将营销费用当成当期费用，但 Sunbeam 将之列为资产，分年提列折旧，所以当年的营销费用得以减少 1500 万美元。Sunbeam 并且减少坏账准备的金额，尽管 1997 年销售增加 19%，但坏账费用的提列却少了 1500 万美元。

5. 利用存货增加递延费用：1997 年，Sunbeam 的存货增加 40%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到9300万美元。过量的存货，有助于将固定费用递延到未来期间，利润因此增加了约1000万美元。关于这种做账方法的原理，将在稍后进一步讨论。

根据美国著名财经杂志《巴隆》（*Barron's*）的估计，1997年Sunbeam的获利，几乎全是通过各种会计调整做账产生的。

刘教授提醒您

特别值得注意的是，凡是在前期进行大规模的组织重整或资产减损认列者，未来都可能有盈余品质问题。因为部分未来可能发生的费用提早认列，使得未来的经营绩效有虚增之嫌。

2002年，世界通信也利用类似Sunbeam的做账手法，虚增公司获利，成为企业史上扭曲财报数字金额最大的个案。世界通信所扭曲的主要项目包括：

1. 将当期39亿美元的电信维修费用，归类为资本设备支出，以便在未来40年间分摊提列巨额的折旧费用，虚增当期净利。

2. 大幅降低公司先前提列的各项坏账准备、法律诉讼准备等项目，且不当地以相关费用的减少与收入的增加，虚增当期获利，总金额高达38亿美元。

对经理人而言，上述个案提供的教训是：**扭曲财务报表无法解决公司面临的竞争力及管理问题，只是将问题延后，并使问题恶化。对投资人而言，别太自信于自己能看穿企业的财务数字操纵（难度太高），应该专注地观察企业长期竞争力的变化，避开没有竞争力的公司。**举例来说，即使在安然的做账事件被发现前，敏感、精明的投资人由财务报表就可估算其资金报酬率只有7%，远小于资金成本9%，显示它是一个在财务绩效上不具竞争力的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 遵守一般会计原则也能做账

除了以不法方式扭曲财务报表外，遵守一般公认会计原则也能达到做账的目的。例如对制造商而言，增加存货具有递延当期费用、进而增加当期获利的功能。以下将讨论《华尔街日报》（*Wall Street Journal*）报道过的实例（Sunbeam 也用过同样伎俩），读者可看出利用存货增加来转亏为盈有多么简单。

假设刘德华公司 2003 年生产且销售 10 万单位的产品，当年完全没有存货。在此假设材料及人工费用是变动成本，即多生产 1 单位的产品，该项成本就增加 90 元；工厂租赁费用则是固定成本，即不管增加或减少生产量，公司每年都必须付出固定的租金。以此案例推论，刘德华公司的租赁费用为 2,100 万元（210 元/单位 ×10 万单位，请参阅表 9–1）。

表 9–1　　刘德华公司 2003 年的营运状况　　单位：元

销售收入(300/单位×100 000 单位)	30 000 000
生产成本 　材料与人工费用(90/单位) 　租赁费用　(210/单位)	(30 000 000)
其他管理费用	(7 000 000)
净营业所得	(7 000 000)

该公司 2004 年将生产增加到 30 万单位，结果只销售了 10 万单位，产生了 20 万单位的存货，则公司净营业所得会变成什么样子？（请参阅表 9–2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9–2　　刘德华公司 2004 年的营运状况　　单位：元

销售收入(300/单位×100 000)	30 000 000
生产成本 材料与人工费用(90/单位) 租赁费用　(70/单位)	(16 000 000)
其他管理费用	(7 000 000)
净营业所得	7 000 000

由结果来看，短短一年内，刘德华公司的获利就转亏为盈，增加了 1400 万元，但是公司经营真有如此大的改善吗？观察以上的资料，两年间的营收及其他管理费用皆不变，差别是生产成本由 3000 万元变成 1600 万元，降低了 1400 万元。因此，我们将分析集中在生产成本的改变。

2004 年，刘德华公司生产 30 万单位，单位工厂租赁费用由前一年的 210 元，降低为 70 元（2100 万元÷30 万单位）。该公司只销售 10 万单位，因此生产成本中的租赁费用只有 700 万元（70 元×10 万单位）。由于存货有 20 万单位，因此 2/3 的固定成本（高达 1400 万元，即 2100 万元×2/3）会留在资产负债表的“存货”项目，不会在费用中表现出来。由此可见，存货增加可递延固定成本的承认，进而造成 2004 年获利暴增 1400 万元的假象。

若这些存货持续无法出售，未来就必须承认存货跌价损失。《华尔街日报》所报道的这位经理人，在领取高额的工作奖金后，就向董事会提出辞呈，另谋高就了。

当经理人把重心放在“盈余管理”上，通过种种不适宜的会计方法或会计估计提升盈余，而不是从改善管理活动着手，这种做法注定失败。盈余品质的背后是管理品质，只有真正地改善管理活动，才能创造竞争力，进而达到“基业长青”的目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 延伸核心竞争力，创造盈余品质

2004 年 12 月中旬，我前往哈佛大学商学院，参加由迈克尔·波特教授主持、有关提升企业及国家竞争力的讲习会。我离开波士顿时，在机场看到当地报纸商业版的头条，大幅报道哈佛大学图书馆将与 Google 联手，将哈佛收藏的 1500 万册藏书，逐步纳入 Google 在线全文搜索的范围，此计划也称为“Google 书籍搜索”（Google Book Search）计划。参加此计划的还有斯坦福大学、牛津大学、密西根大学与纽约公立图书馆等单位。然而在 2006 年 7 月时，Google 因为把英、美两地图书馆藏书扫描、数字化和放到网上搜索的计划，与出版商再起冲突，出版商痛批 Google 的数字图书馆计划对著作权产生的影响。因此，在提升竞争力的同时，难免遭遇困难，这也是必须解决的难题。

记者为此专访 Google 创办人之一的佩奇（Larry Page），问他这是否为了增加 Google 的竞争力，欲甩开微软、雅虎、易趣、亚马逊等强敌在搜索引擎上穷追不舍，所采行的新策略。佩奇淡淡地说：“这和竞争无关，我们只是想实现 Google 创立之初的梦想——希望能在网际网络无所不‘搜’的梦想。”不管他愿不愿承认所面临的严峻竞争，Google 的确需要更多的“搜”主意和执行力，以确保获利的持续性及稳定性。盈余品质其实就是管理品质，如果竞争力不存在，就没有盈余品质可言。

对华尔街分析师来说，Google 一向采取特立独行的作风，严禁管理阶层向分析师提供任何财务预测，一切以实际交出的营收及获利成绩单为主。事实上，Google 上市时创办人就曾宣称，他们不会为了迎合华尔街的预期改变管理作风，也会为确保 Google 的长期发展，不惜牺牲短期的获利。2005 年 2 月 9 日，在 Google 上市后的第一次法人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说明会中，佩奇清楚地说："我们会毫不留情地追求最高效率的经营方式。"因为自创业开始，他一直热切地想证明一点——网络公司是会赚钱的。

能赚钱不一定代表有竞争力，但是能持续、稳健地赚钱，就一定有竞争力。因此，盈余品质就是竞争力最有力的代言人之一。

参考资料

* "*GOOGLE @ $165: Are These Guys For Real?*" Fortune, December 2004, 120 (12).

* Levitt, Arthur, "*The Numbers Game.*" the speech was delivered at the NYU Center for Law and Business, New York, NY, September 28, 1998.

* Chan, Louis K C, Jason Karceski, and Josef Lakonishok. "*The Level and Persistence of Growth Rates.*" The Journal of Finance, Cambridge: April 2003, 58 (2): 643~644.

* W. Chan Kim and Renée Mauborgne, 2005, "*Blue Ocean Strategy.*" Harvard Business School Press.

(中文简体版：W.钱·金，勒妮·莫博涅，《蓝海战略》，商务印书馆，2006)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章 精通历久弥新的股东（所有者）权益报酬率——谈经营质量与竞争力

我听过不少知名企业首席执行官的演讲，但是没有一场这么刺激的。

1993年，我还在马里兰州立大学教书，10月份的一个下午，国家银行（Nations Bank，当时美国第四大银行）首席执行官休·麦科尔（Hugh McColl）受邀前来马里兰州立大学对MBA学生演讲。他的个头短小精悍，一进会场，双手一摊说："我没有准备讲题或讲稿，但我有超过30年的金融业实战经验，购并的银行超过100个。你们现在就开始问问题，15秒之内如果没有问题，我立刻走人，我的司机还在外面等我！"

在10秒钟略带震惊的沉默后，因被挑战而激发的斗志满场洋溢，MBA学生尖锐的问题此起彼伏。在几轮问答后，麦科尔丢出一个问题，把大家全部考倒了："我毕业于全美最棒的管理学院，你们猜猜看是哪一所？"

他的简历好像没提到他有MBA学位，众人只好乱猜："哈佛？""沃顿？""斯坦福？"……麦科尔不断摇头，然后得意地说："我是美国海军陆战队中尉退伍。海军陆战队教会我什么是团队精神，那是一种可以在战场上把生命交给旁边伙伴的精神。请问，美国的哪一个管理学院有这样的训练？"

举座愕然，但没有人敢直接挑战他的论点。为了替马里兰州立大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学扳回一局，有位同学移转话题，直截了当地问他：“在你的管理工作中，如果只能挑选一个最重要的数字，你会挑什么数字？”直到现在，我仍忘不了麦科尔那犀利且坚定的眼神，他盯着那位发问的同学，清清楚楚地说：“那就是‘股东权益报酬率’（return on equity，简称 ROE）！”

1998 年秋天，麦科尔打完了他职场生涯中最大也是最后的一场战役。他主导国家银行和美国银行（Bank of America）的合并案，创造了当时美国最大的金融机构。合并案由国家银行主导，但是合并后仍用美国银行的名称。麦科尔把合并后的银行总部搬到国家银行的总部所在地——北卡罗莱州的夏洛特市（Charlotte）。两家银行合并后，在一个月之内，麦科尔以迅雷不及掩耳的速度，逼退美国银行原来的首席执行官，同时开除了一批美国银行的高阶主管，并在 2001 年完成全盘的人事及策略布局后，顺利退休。他出手整顿人事的劲道又快又狠，被当时媒体戏称为“让美国金融机构主管被炒鱿鱼最多的老板”。然而，美国银行后来的股东权益报酬率还真不错，2005 年高达 22.6%。相对地，目前号称全世界规模最大的花旗银行，2005 年的股东权益报酬率还稍逊一筹，为 20.3%。

呼应麦科尔看法的经理人其实不少。例如知名的投资家巴菲特就强烈地主张：“成功的经营管理绩效，便是获得较高的股东权益报酬率，而不只是在于每股收益的持续增加。”此外，许多投资机构也相当重视股东权益报酬率，把它当作长期投资选股的重要指标。

本章的主要目的就是介绍股东权益报酬率以及它的三个组成因子——净利率、总资产周转率及杠杆比率的概念，并讨论不同部分的意义，再以海内外著名企业为例加以说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 小心检查企业经营的成绩单

2000 年到 2005 年，中国大陆上市、上柜公司的股东权益报酬率（ROE）分布详见表 10-1。如果你是经理人或投资人，看到这样的成绩单，你感到满意吗？

ROE 是否越高越好？这可不一定！例如中国科学院科健集团有限公司（1998 年在深圳上市）在 2005 年时的股东权益报酬率为 293.4%，然而该公司 2000 年至 2004 年的股东权益报酬率分别为-0.69%、-0.26%、1.83%、-0.91%及-87.8%，其 ROE 在 2005 年虽然暴增，但股价却剧降（2003 年至 2005 年平均股价分别为人民币 11.14 元、8 元及 2.11 元），后来于 2006 年上半年被检举财务报表有伪造之嫌。**因此，市场上股东权益报酬率特别高或是变动异常剧烈的公司，都应该要特别注意。**例如在表 10-1 中，有 82 个样本公司的股东权益报酬率超过 30%并低于 80%，还有 20 个样本公司的股东权益报酬率超过 80%，这些样本公司虽然可能为绩优生，但也可能是财务状况有异常的公司。

表 10-1　2000~2005年中国大陆上市、上柜公司 ROE 总表现

ROE	公司家数(样本=6766)	百分率
低于-10%	354	5.23%
-10%~-5%	320	4.73%
-5%~0	2201	32.53%
0~5%	3178	46.97%
5%~10%	368	5.44%
10%~30%	243	3.59%
30%~80%	82	1.21%
高于 80%	20	0.30%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整体市场 ROE 的分布状态对于投资人的意义，关键在于有一个比较的依据。当投资者看到中国大陆市场的企业 ROE 分布状态之后，可以与其有兴趣的企业作比较，了解市场整体的趋势，也可以针对特定产业作个别的了解，会有助于投资者了解特定企业在整体市场的落点。

由表 10-1 的统计资料来看，大约有 84.94%的中国大陆上市、上柜公司的股东权益报酬率落在-5%至 5%之间，这意味着若将自有资金投入市场，则有大约超过 80%的机会获得-5%至 5%的投资报酬率。以目前中国大陆平均定存利率不到 2%的情况来看，若投资者愿意承担可能的风险，就可以将资金投入市场；若不愿承担，则可将资金存入银行，取得稳定的投资报酬率。

>> 细看股东权益报酬率的武功招式 ——定义及组成因子

重视股东权益报酬率的企业，首席执行官往往会在年度财务报表上，公开宣告公司预定的目标以及可以容忍的底线。例如沃尔玛设定股东权益报酬率的底线为不低于 15%，而成立迄今，它的股东权益报酬率几乎都一直高于 20%。

股东权益报酬率的定义为：**净利除以期末股东权益或平均股东权益**。如果想比较合理地计算股东权益报酬率，应该要调整非经常性的会计项目（例如排除当年处分资产利得的影响）。在财务报表分析中，股东权益报酬率通常可分解成下列三项因子，亦即有名的“**杜邦方程式**”。

$$\text{股东权益报酬率}=\frac{\text{净利润}}{\text{期末股东权益}}$$

$$=\frac{\text{净利润}}{\text{营业收入}}\times\frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}}\times\frac{\text{总资产}}{\text{期末股东权益}}$$

（净利率）（总资产周转率）（杠杆比率）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，在各种财务比率中，股东权益报酬率是最具代表性的一项。首先，它本身就是对股东展现课责性的最重要数字，即第二章所谓的“一个坚持”；其次，除了对股东交代“事实”（即股东权益报酬率）之外，拆解成三个财务比率则是要对其变化提供合理的“解释”，这就是所谓的“两个方法”；在这三个比率中，**净利率代表当期经营活动的成果，资产周转率代表过去投资活动累积所产生的效益，而杠杆比率则是筹资活动的展现**，这即是前文提到的“三种活动”。

此外，其中所谓的杠杆比率，如果通过会计等式的恒等关系，它可以转换成负债对资产的比率，或是负债对股东权益的比率。假设一个公司的股东权益为10亿元，又向银行贷款10亿元，那么它的资产会是20亿元，杠杆比率便是2。或者也可以说它负债对资产的比率为50%，而负债对股东权益的比率为1，这些都是衡量公司融资程度常见的财务比率。为了控制公司的财务风险，股东权益报酬率的增加通常不应该靠提高杠杆比率。经营稳健的公司会责成财务及会计部门，针对公司所处的产业与其经营特性，制订合理的杠杆比率目标区间，然后动态地调整财务工具，使实际的杠杆比率能控制在目标区间内。

至于企业的净利率及资产周转率，它们也各有其管理意义，投资人和管理阶层也应注意造成它们变化的主要原因。例如强调成本领导策略的公司（如沃尔玛），当发生资产周转率降低的现象时，必须注意它是否陷入薄利却无法多销的困境；对于强调差异化策略的公司（如路易威登），如果净利率降低，则必须注意它的品牌力量是否减弱，导致顾客不愿再支付高于竞争对手的价格来购买其产品或服务。

对于股东权益报酬率及其组成的三项因子，要作综合分析，不能孤立地只看一个比率。例如，当公司股东权益报酬率很好、净利率却不如预期时，要评估该公司是否过度削价竞争；又如，当股东权益报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酬率很高，但是杠杆比率也相对非常高的话，就需要检视是不是潜藏着高度的财务风险，等等。

股东权益报酬率同时涵盖经营、投资及筹资三大活动，因此最能表达企业整体的经营质量，并透露公司的竞争力强度。

>> 谁是股东权益报酬率的高手 ——海内外企业实例分析

企业可分为三大类：成长型、稳定型及景气循环型。一般来说，公司会经历三个阶段：第一个阶段是成长期，主要特征是规模逐渐扩大、获利逐渐好转、策略持续改善等；第二阶段为稳定型，当公司已确立其经营策略、获利及市场占有率均已达到一个不易突破的程度时为此类型；最后是景气循环期，当公司已达最大规模、市场占有率达到最大时，能影响该公司获利的就剩下景气的循环，若没有这方面的影响，则该公司面临无法经营的可能性微乎其微。

本节将讨论部分海内外知名公司与它们重要竞争对手的股东权益报酬率的变化，这些公司分别为成长型企业和景气循环型企业。

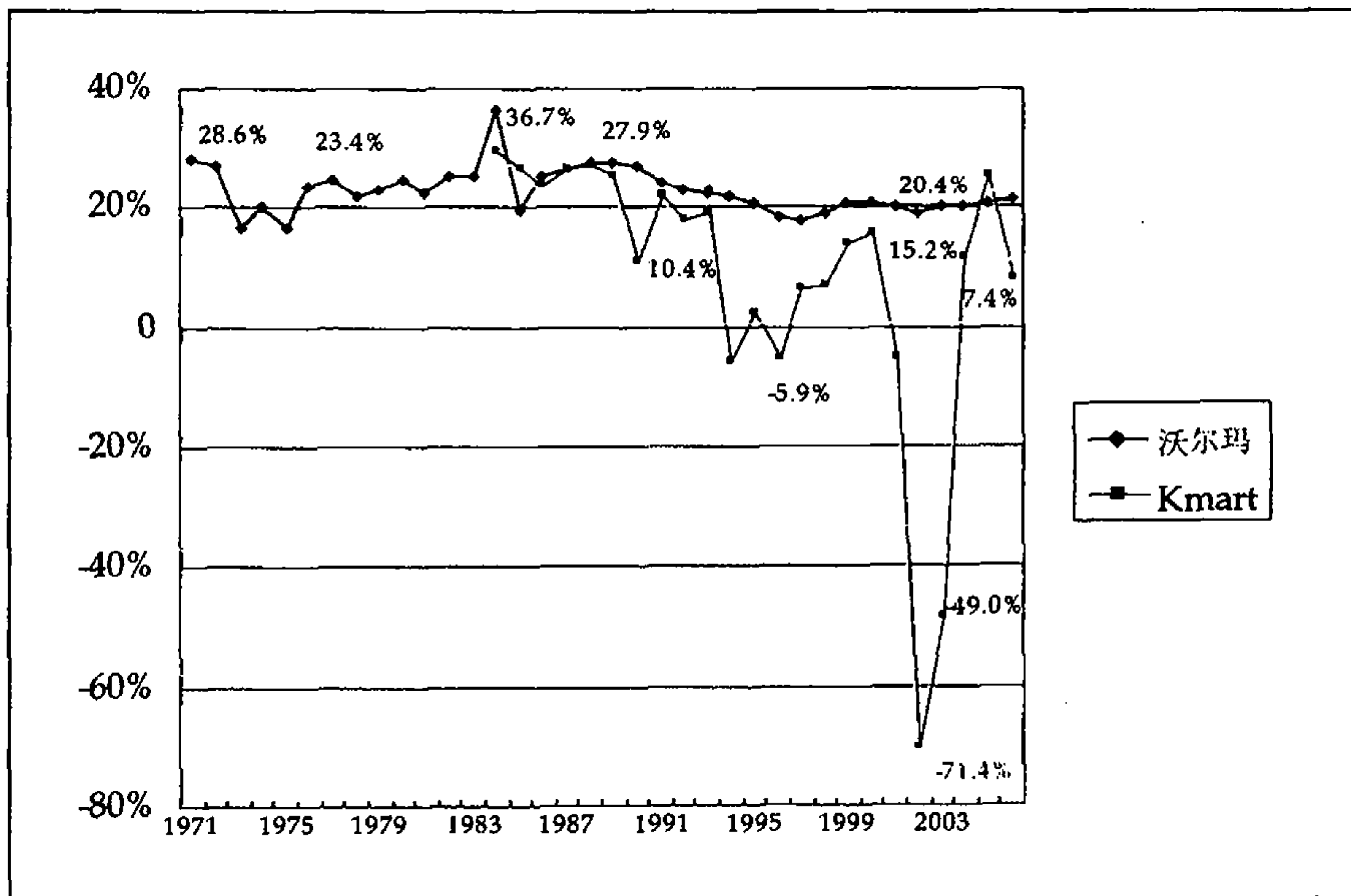
成长型公司

- 沃尔玛 vs.Kmart

首先，我们简要地比较沃尔玛与 Kmart，观察两者股东权益报酬率与其分解细项的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10-1 沃尔玛与 Kmart 股东权益报酬率



由图 10-1 可看出，在经济学投资报酬率递减的规律下，沃尔玛虽无法维持 20 世纪 70 及 80 年代动辄 30%至 40%的股东权益报酬率，但是能长期维持 20%以上的成绩，已经可以说是凤毛麟角了。相对沃尔玛始终保持股东权益报酬率的优异及稳定，Kmart 的股东权益报酬率则由 20 世纪 80 年代中期的 29%，一路下滑到 20 世纪 90 年代中期后的时正时负。2001 年以后，Kmart 更是江河日下，最后落得在 2002 年破产重整的命运（2003 年 5 月公司重整成功）。

若分别比较股东权益报酬率的三项因子，自 1990 年以来，当沃尔玛把净利率稳定保持在 3%左右的低水平时，Kmart 的净利率曲线全部低于沃尔玛，在 20 世纪 90 年代晚期更经常处在赤字边缘，毫无竞争力。（请参阅图 10-2）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10-2　　沃尔玛与 Kmart 净利率

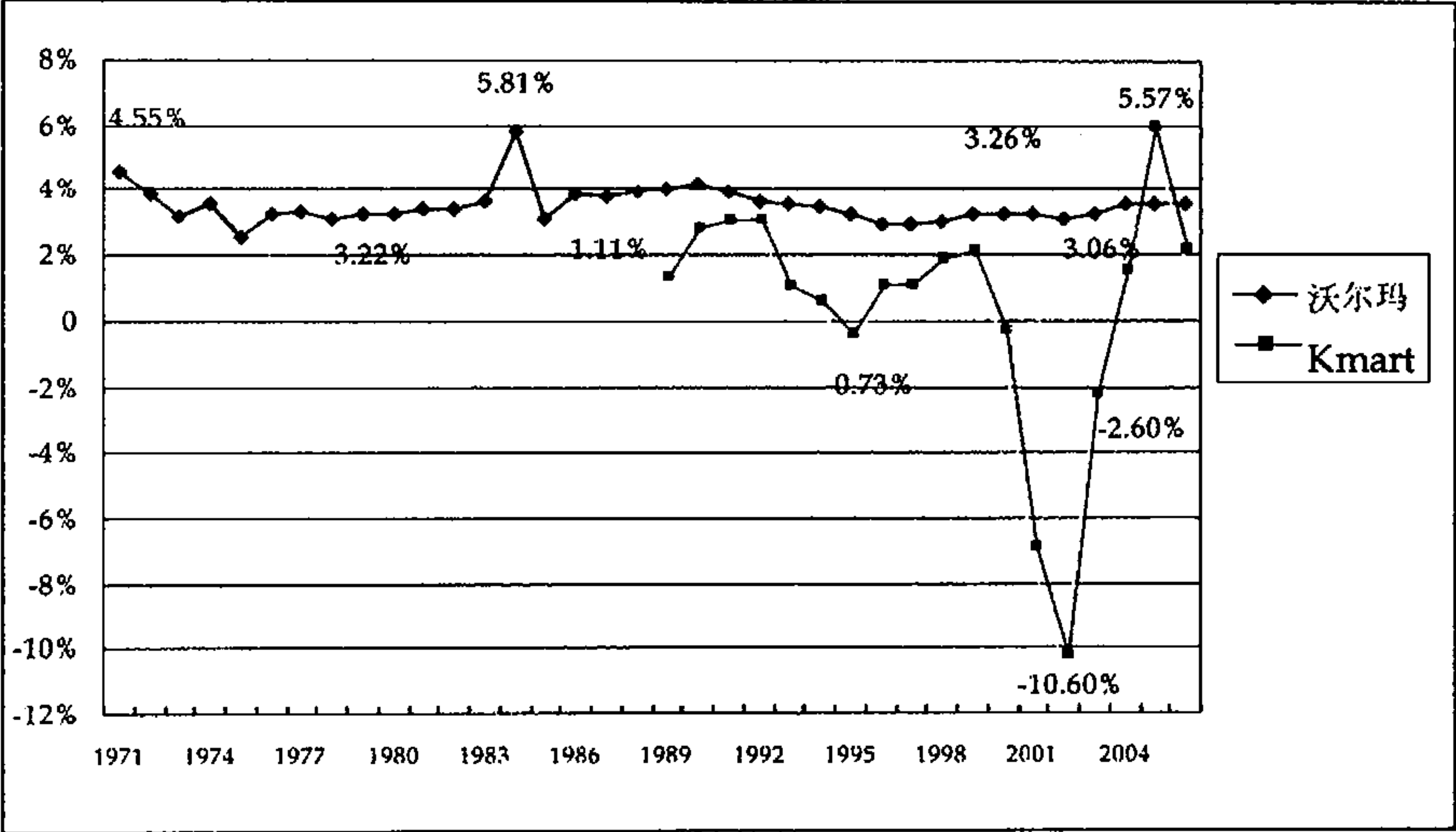
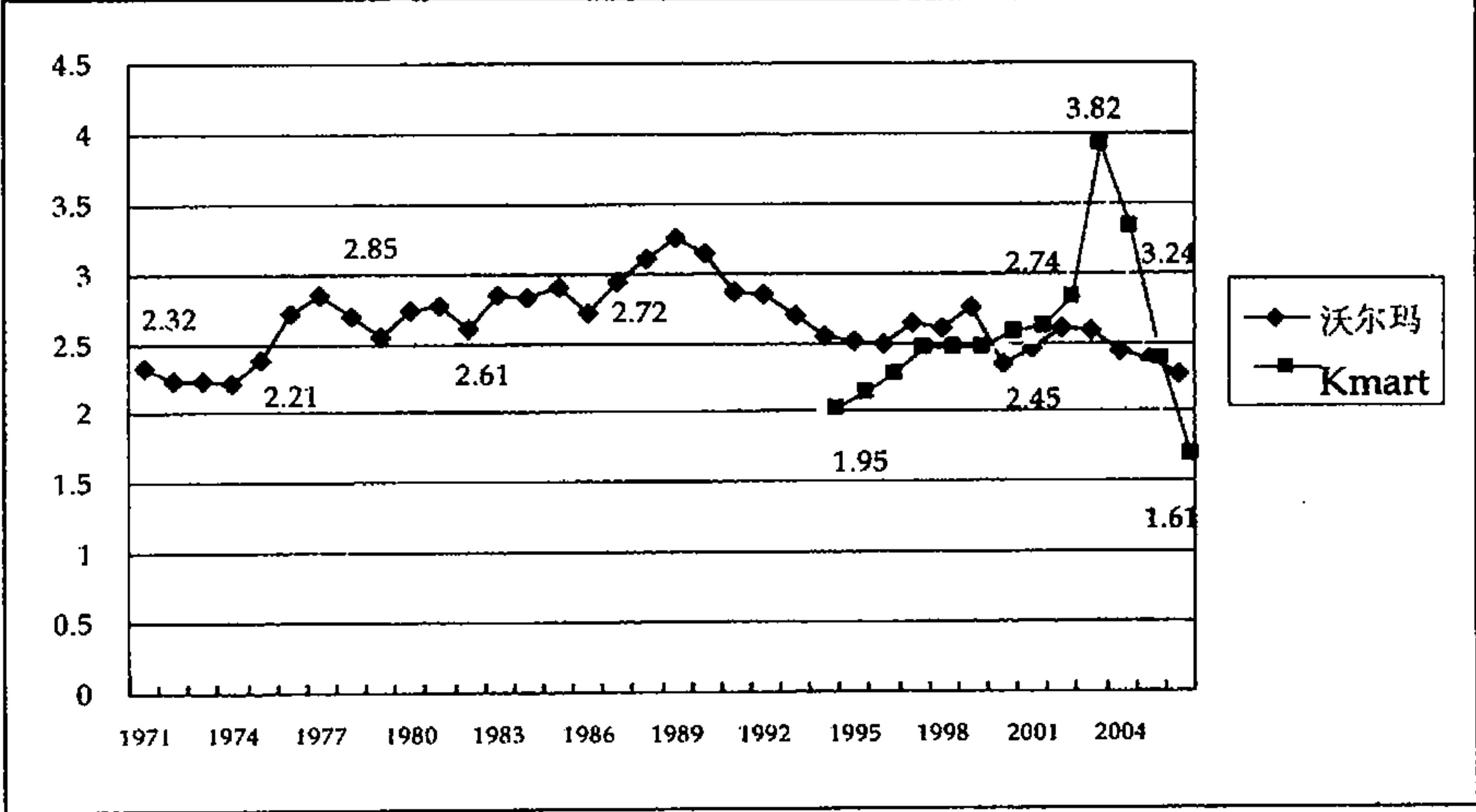


图 10-3　　沃尔玛与 Kmart 资产周转率

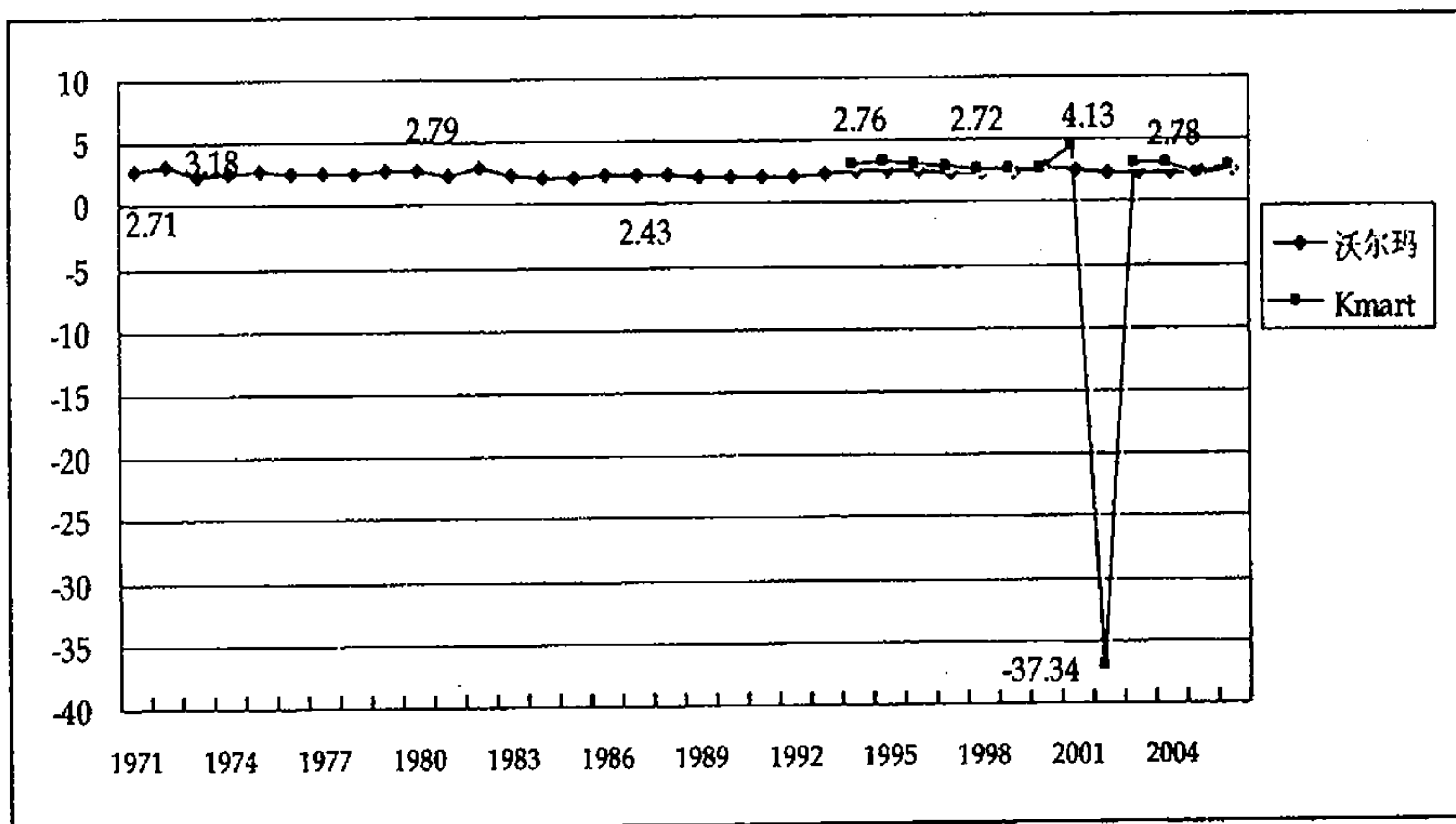


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就总资产周转率而言（请参阅图 10–3），沃尔玛相当稳定地保持在 2.6 左右（1 元资产创造 2.6 元收入）。但是正如本书第五章所分析的，虽然沃尔玛流动资产的周转率持续上升，固定资产的周转率却有逐年下降的趋势。目前两股力量一上一下，即使能互相抵消，维持绩效不坠，但是未来能否持续成长，值得管理阶层与投资人深思。相较之下，Kmart 的资产周转率自 1994 年以来大多都低于沃尔玛。2001 年以后，由于 Kmart 较积极地处分闲置资产，因此资产周转率有提升的趋势。

在 1994 年至 2000 年期间，沃尔玛与 Kmart 的财务杠杆比率相差不大（请参阅图 10–4），负债内容却有很大的差异。正如第四章提及的，沃尔玛的负债以流动负债为主（2005 年，其流动负债占总负债约 61%），但 Kmart 则以长期负债为主（2005 年，其流动负债只占总负债约 45%），显示沃尔玛以其规模优势与管理效率，获得供货商充分的信心，因此得以增加流动负债，递延货款现金的支付。

图 10–4　　沃尔玛与 Kmart 财务杠杆比率



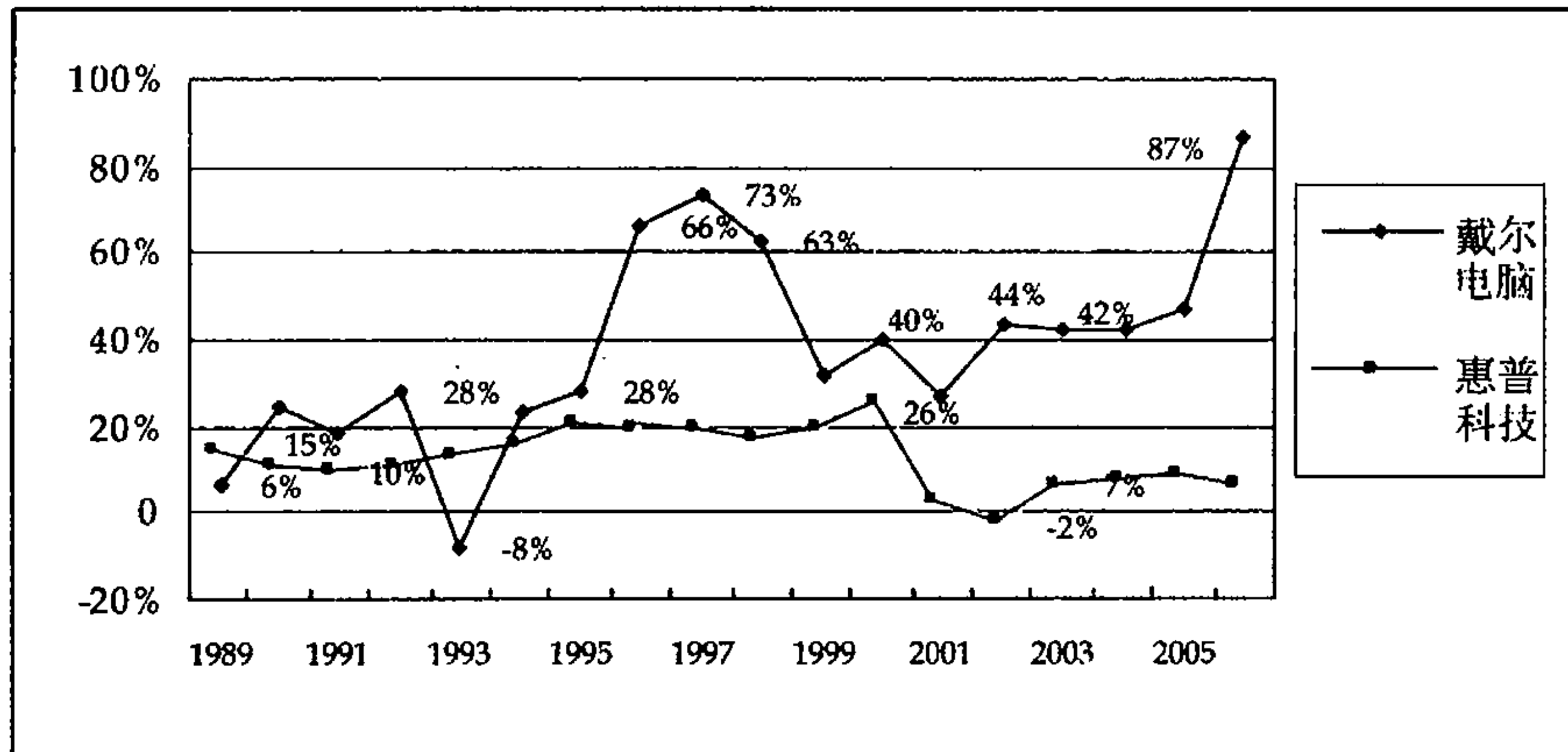
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• **戴尔电脑 vs.惠普科技**

戴尔与惠普都是举世知名的信息产业龙头，但两者的股东权益报酬率及其细部构成要素，均有相当大的差异。（请参阅图 10–5）

除了唯一一年（1993 年）的亏损，戴尔的股东权益报酬率都远高于惠普。在 1996 年至 1998 年间，戴尔更创造了 60%以上惊人的股东权益报酬率；在景气不佳的 20 世纪 90 年代末期及 21 世纪初期，戴尔也基本能维持 30%以上的股东权益报酬率，绩效十分惊人。相对地，20 世纪 90 年代惠普的股东权益报酬率大多在 10%至 30%之间。2001 年惠普与康柏合并后，受到个人电脑产业不景气的影响，更一度出现亏损，到 2003 年之后才慢慢回升，目前大约维持7%的股东权益报酬率。

图 10–5　　戴尔电脑与惠普科技股东权益报酬率



以净利率而言，1990 年至 2006 年间，戴尔大部分时期维持在 4%至8%之间。惠普因为有打印机业务的优势，净利率在 2000 年前大致在 6%至 8%之间。但是与康柏合并后，曾在 2002 年跌落到负1.6%（请参阅图 10–6），2003 年后才慢慢回到 4%上下，直至 2006 年惠普更换首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

席执行官赫德（Mark Hurd)，并采取控制成本与裁减人员的策略之后，终于使得净利率提升至4%上下（2006年第三季度的财务报表结果)。

图 10-6　　戴尔电脑与惠普科技净利率

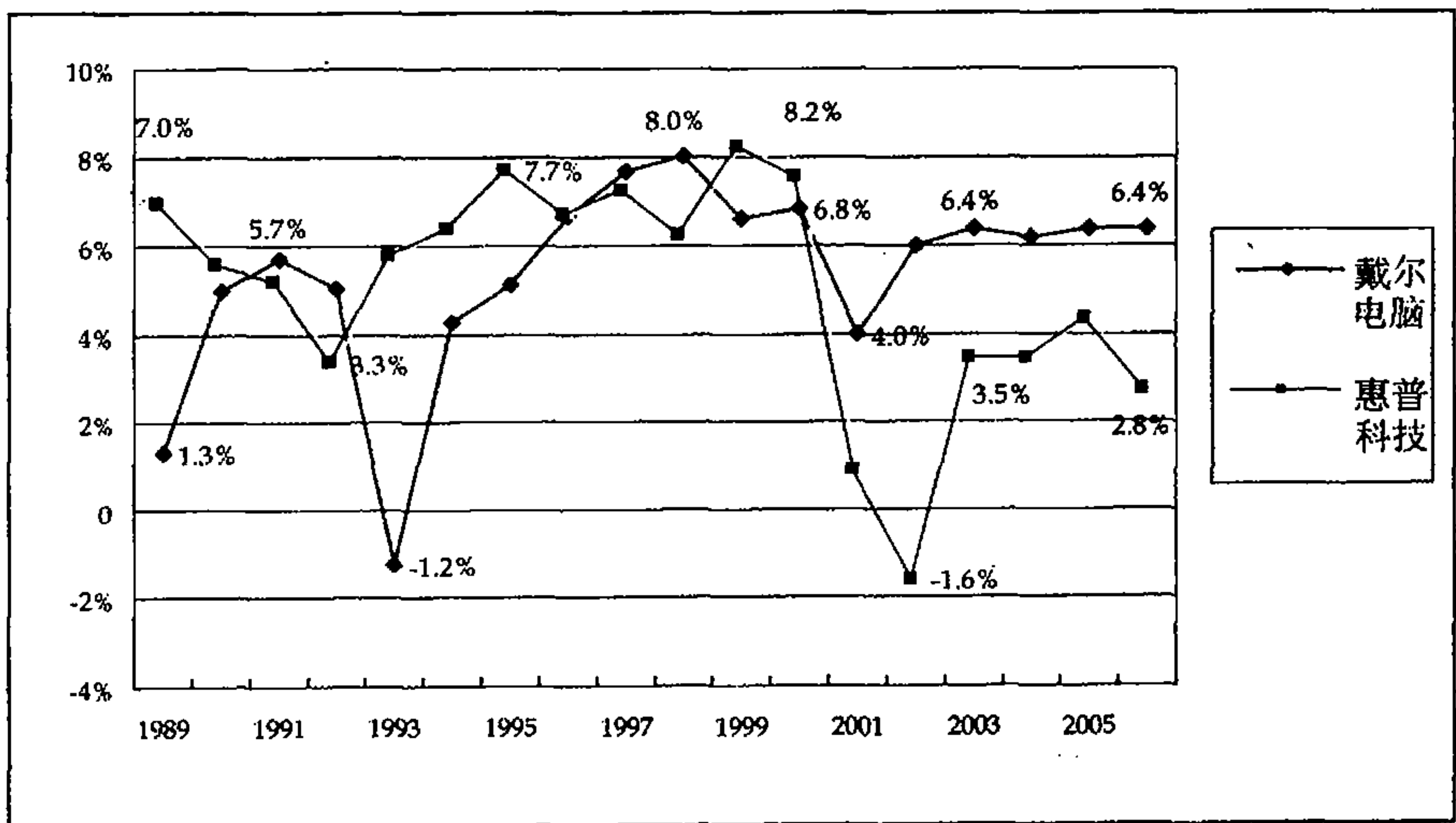
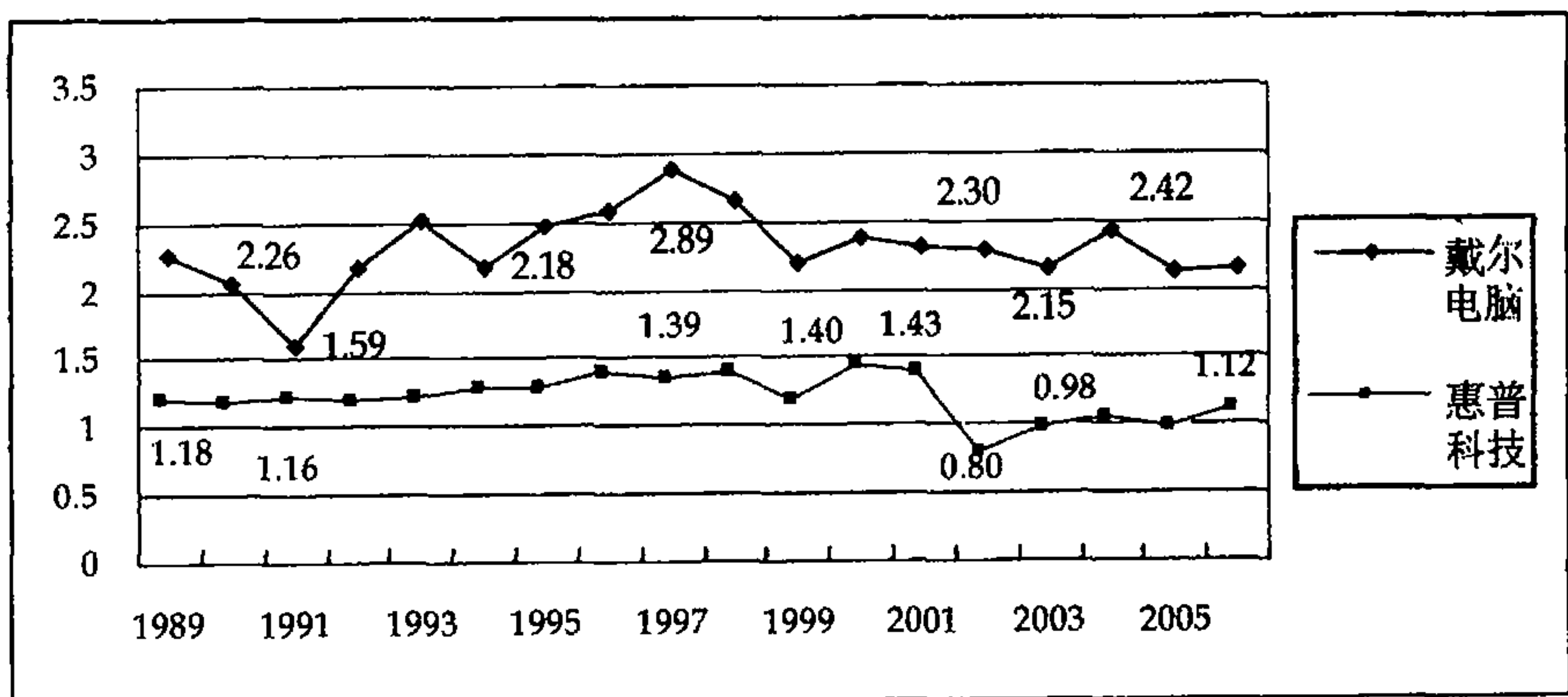


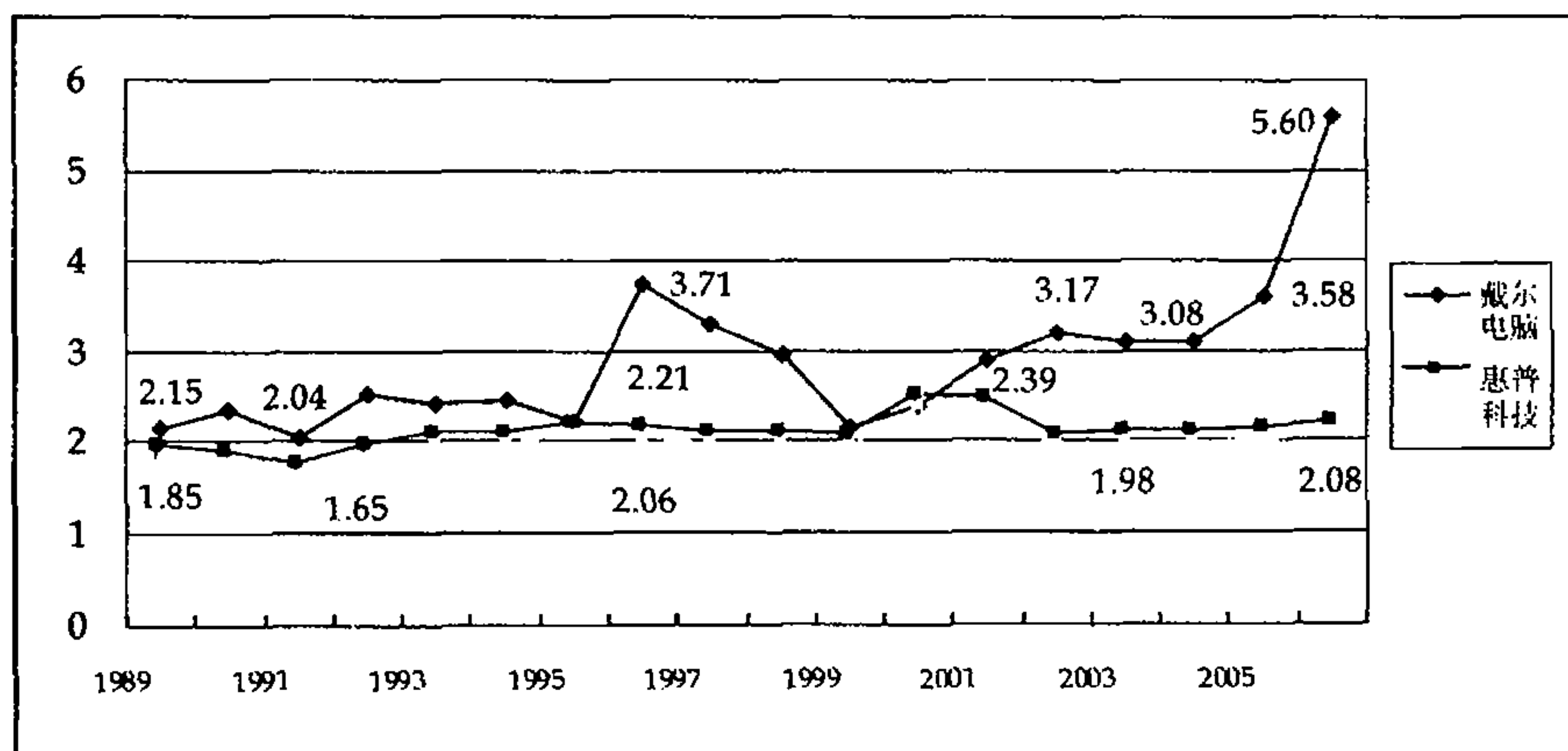
图 10-7　　戴尔电脑与惠普科技总资产周转率



就资产周转率而言，戴尔几乎一直维持在2倍以上，远超过惠普(约在0.8至1.5之间)，可见戴尔经营效率的杰出。(请参阅图 10-7)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10-8　　　　戴尔电脑与惠普科技财务杠杆比率



相对于惠普而言，戴尔的股东权益报酬率较高，但是财务杠杆的比率也较高（请参阅图 10-5 及图 10-8）。面对这样的资讯，往往会给人以该公司通过高风险的经营模式取得高额报酬的印象，然而，戴尔是否在财务操作上面太过躁进？其实不然。从图 10-8 显示可发现，影响戴尔财务杠杆变化（从 2002 年的 3.17 攀升至 2006 年的 5.60）的主要原因在于营收的增长（从 2002 年的 311.68 亿美元增加至 2006 年的 559.08 亿美元）所带动的流动负债增加（流动负债从 2002 年的 75.19 亿美元增加至 2006 年的 159.27 亿美元，而长期负债 2002 年至 2005 年间均维持在 5 亿美元上下，只占总资产的 2%左右），加上库藏股的买回，使股东权益报酬率由 40%增加至 74%（超越了 1997 年的 73%），显示了戴尔与供货商的谈判能力的提升，及利用闲置资金增加股东权益的努力。惠普在财务杠杆的使用上则较为保守，一直维持在 2 倍左右（负债占总资产 50%）。

● 青岛啤酒 vs. 燕京啤酒

青岛啤酒与燕京啤酒分别为目前中国第一及第二大啤酒企业，燕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

京啤酒从1995年到1998年连续四年产量居全国同业第一名，但青岛啤酒后来居上，成为现在的产业龙头。

图10-9　　燕京啤酒与青岛啤酒股东权益报酬率

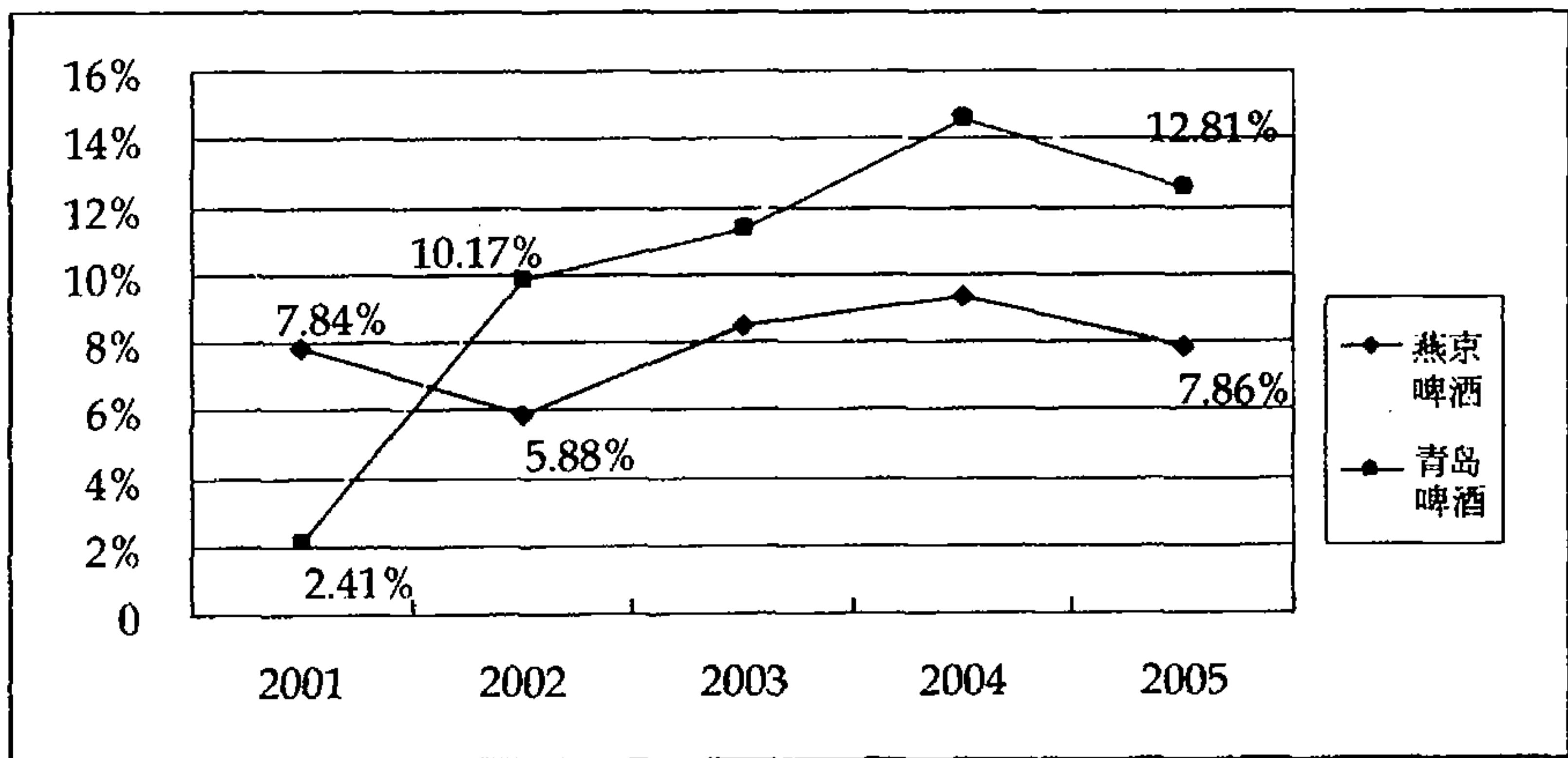


图10-9显示，2002年以前，青岛啤酒的股东权益报酬率(2.41%)较燕京啤酒（7.84%）低了5%左右，不过从2002年开始，青岛啤酒奋起直追，连续四年均超过燕京啤酒的股东权益报酬率，差额大约维持在5%左右。燕京啤酒的股东权益报酬率则从2001年的7.84%滑落到2002年的5.88%，2002年之后缓慢地增加，到2005年时，青岛啤酒的股东权益报酬率为12.8%，而燕京啤酒为7.86%，仍旧维持大约5%的差额。

青岛啤酒及燕京啤酒的净利率则呈现逐年趋近的状态（参考图10-10)。2001年时，燕京啤酒的净利率为12.2%，青岛啤酒却仅有1.35%。2002年，青岛啤酒的净利率一口气从1.35%升至4.68%，而燕京啤酒却从12.2%降至7.99%，此时落差已经降至3%。2004年，燕京啤酒的净利率降至6.63%，青岛啤酒升至6.29%，两者之间的差距在短短的5年间降至只剩下不到0.5%的幅度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10–10　　燕京啤酒与青岛啤酒净利率

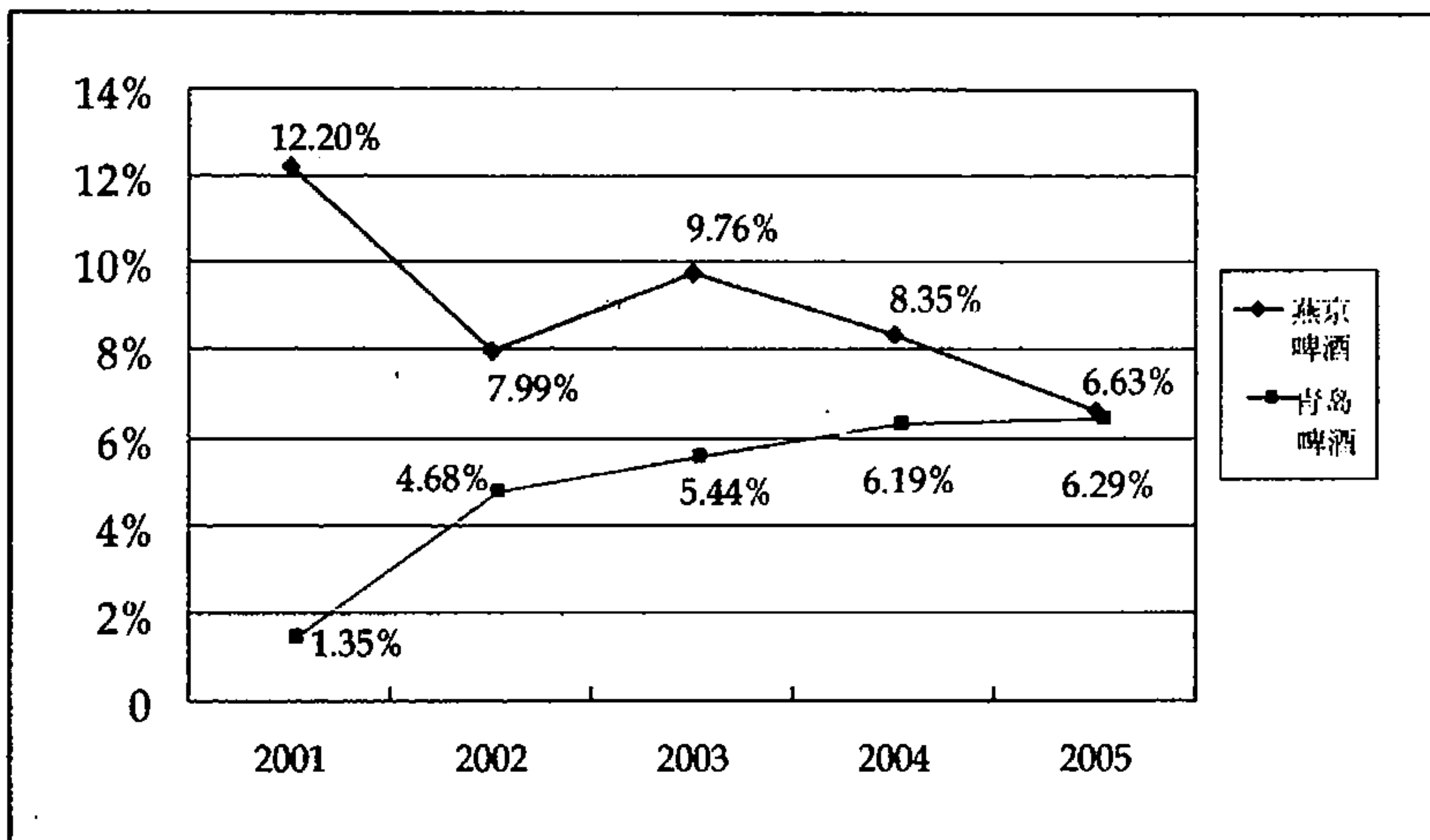
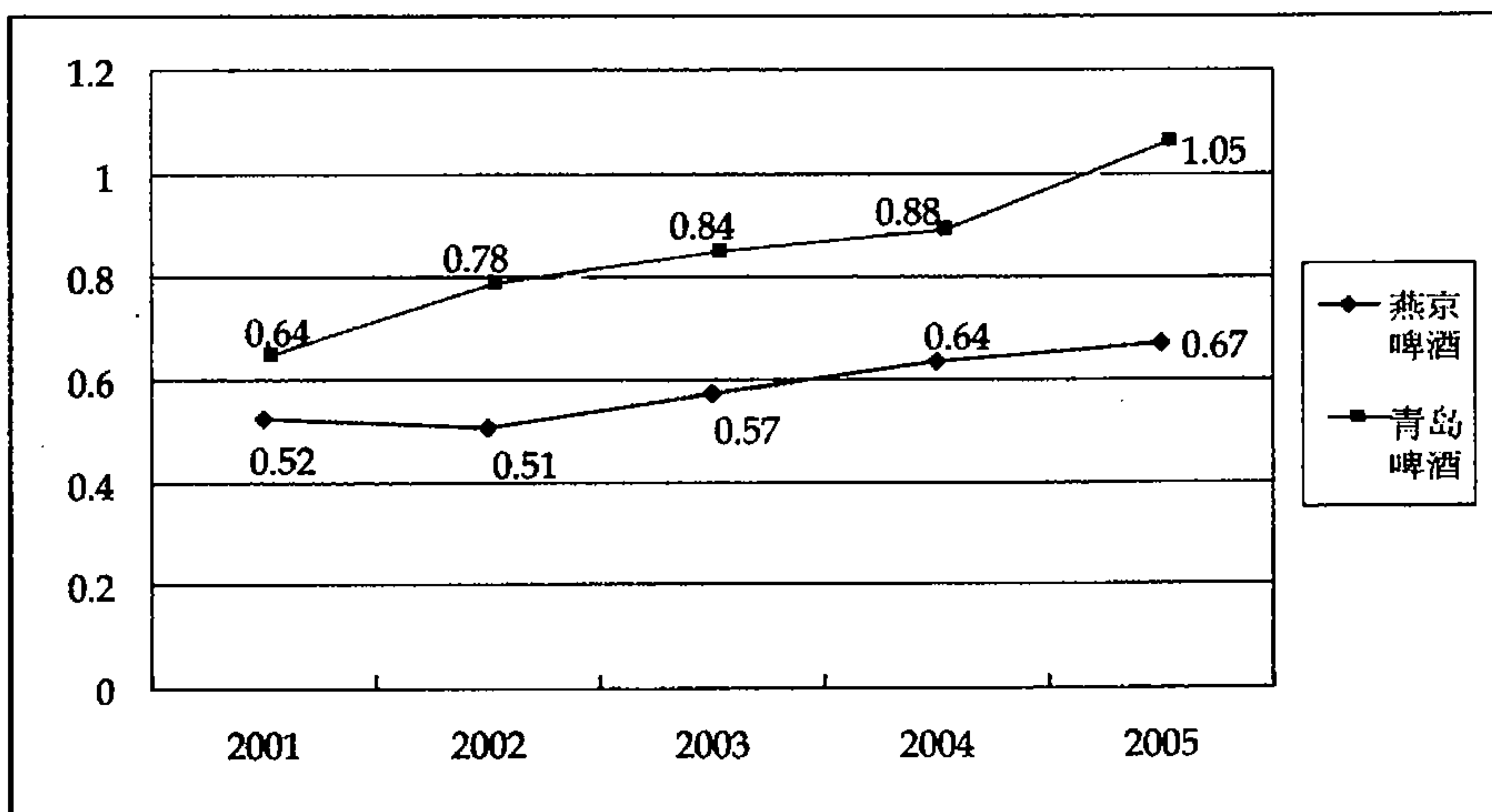


图 10–11　　燕京啤酒与青岛啤酒资产周转率



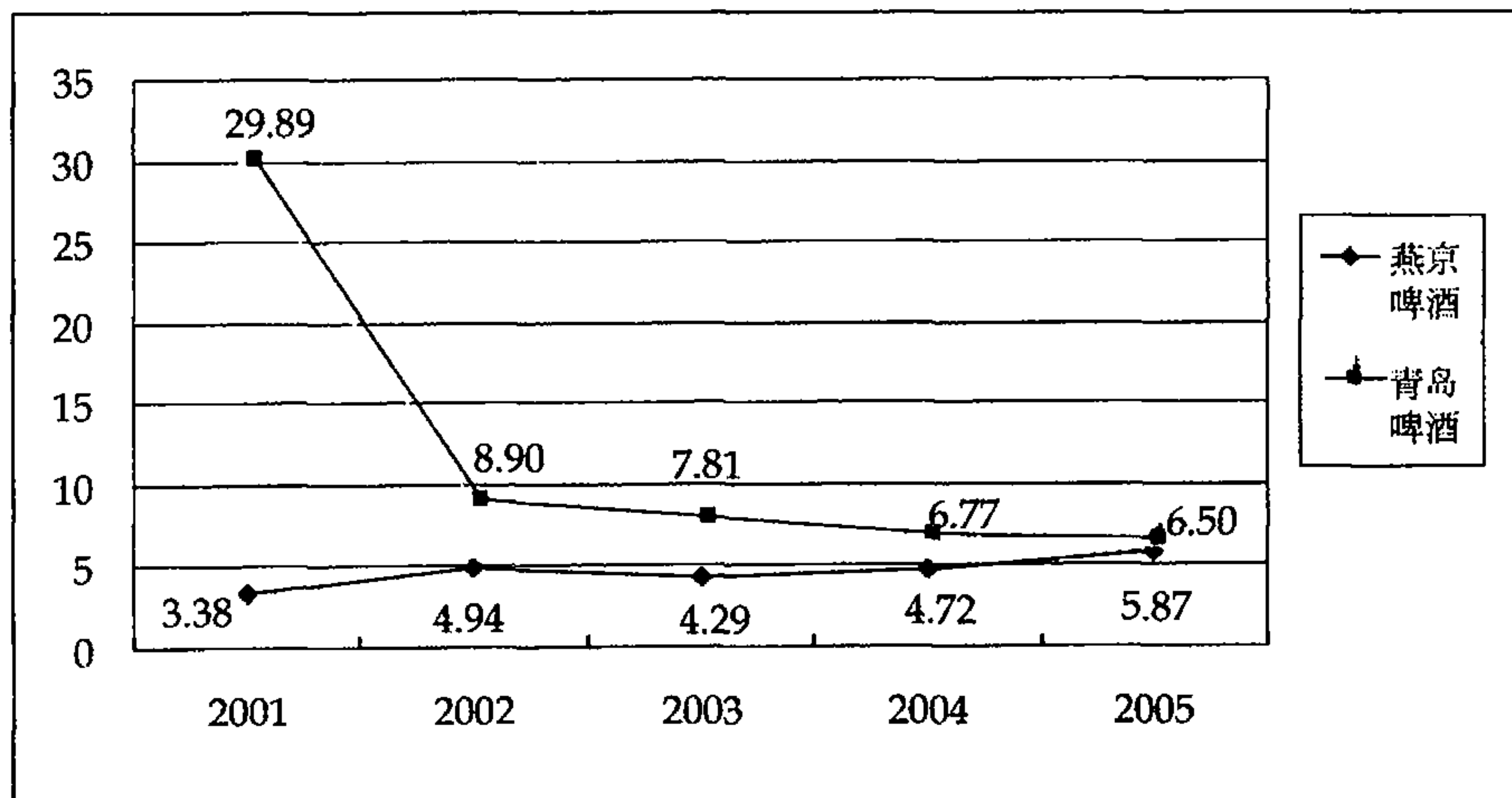
另外，资产周转率的部分（请参阅图 10–11），青岛啤酒呈现了较燕京啤酒高的变化趋势。从 2001 年至 2005 年，青岛啤酒的资产周转率分别为 0.64、0.78、0.84、0.88 及 1.05，而燕京啤酒则为 0.52、0.51、0.57、0.64 及 0.67，优良的资产周转率是青岛啤酒股东权益报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酬率胜出的主要原因。

另外，两家公司的财务杠杆比率逐年趋近。图 10-12 显示，2001 年时两者的相差约 26.5，2005 年时两者的差距只剩下约 0.6。

图 10-12　　燕京啤酒与青岛啤酒杠杆比率



整体看来，青岛啤酒的股东权益报酬率、净利率及资产周转率从 2002 年开始持续地上升，而财务杠杆则逐年降低，可见青岛啤酒通过收购全国各地啤酒小厂作为扩充产能的方式，确实带来具体成效。

• 鸿海的跨国竞争对手——伟创力及旭电

我国台湾的鸿海精密是世界著名的信息零组件与装配公司。鸿海的头号国际竞争对手，是全球前两大专业电子制造服务厂商（Electronics Manufacturing Services，简称 EMS）的伟创力（Flextronics）及旭电（Solectron）。伟创力总部设在新加坡，主要业务是为摩托罗拉(Motorola)、爱立信（Ericsson）等公司组装电脑、打印机与移动电话，同时代工生产微软的 Xbox 电子游戏主机，股票也在美国纳斯达克市场上市。旭电成立于 1977 年，总部位于美国加州，在世界各地拥有23 个生产基地，股票在美国纳斯达克市场上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10-13　　　　伟创力与鸿海股东权益报酬率

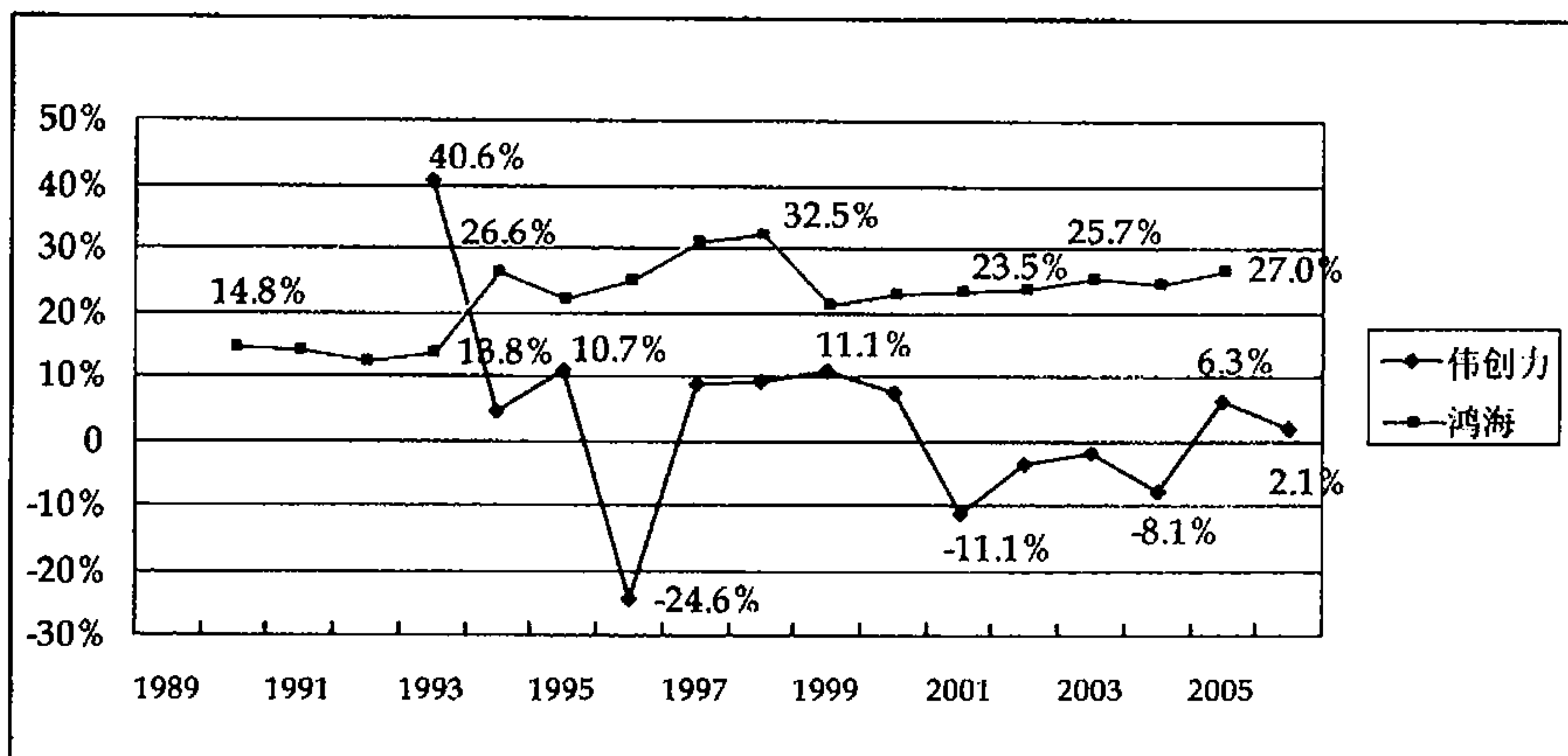
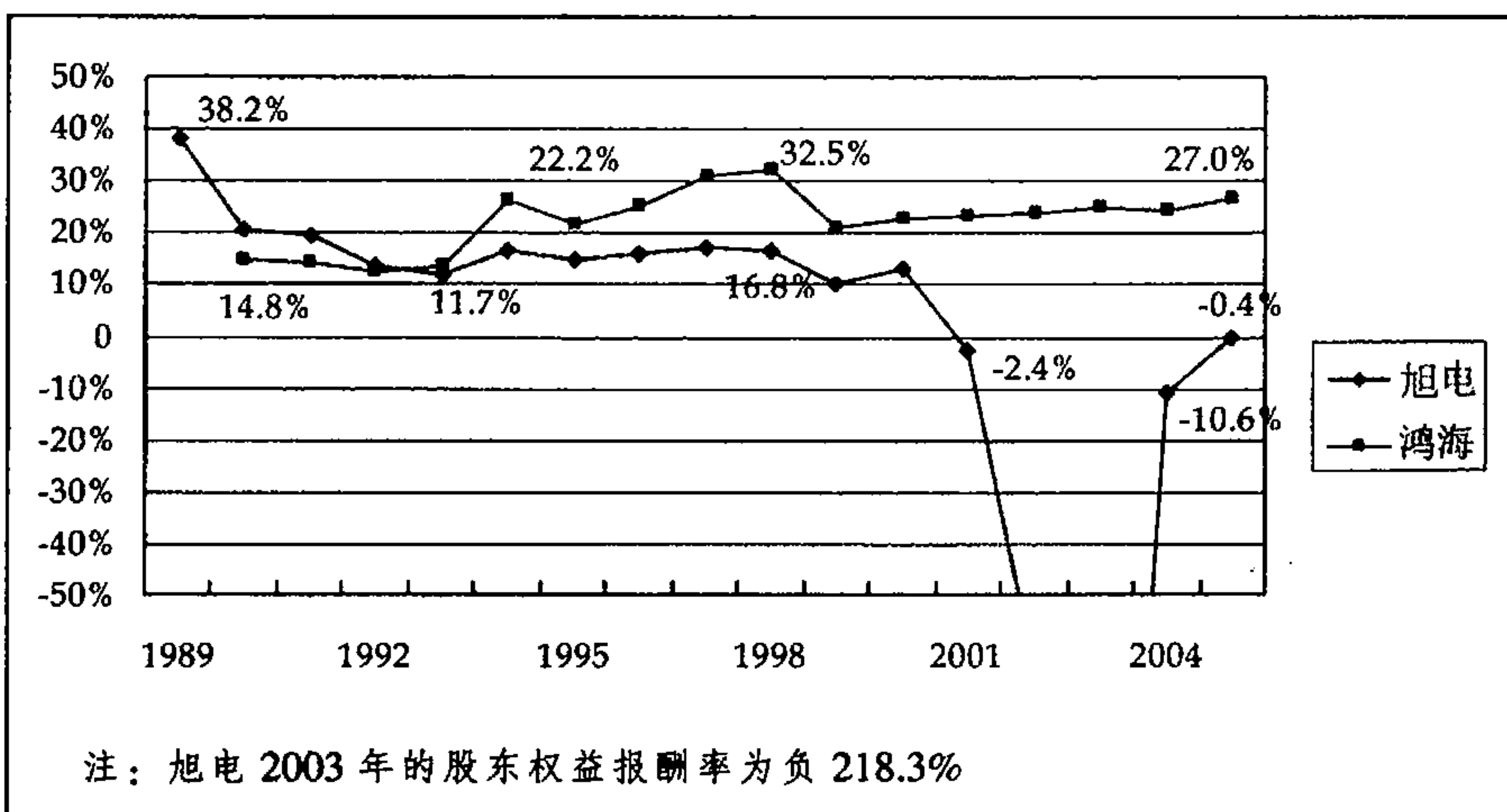


图 10-14　　　　旭电与鸿海股东权益报酬率



注：旭电 2003 年的股东权益报酬率为负 218.3%

伟创力及旭电虽然分别是全球 EMS 营收规模的第一、第二大公司，但由图 10-13 及 10-14 可以清楚地看出，过去十年来，旭电及伟创力的股东权益报酬率都远低于鸿海。2001 年至 2003 年电子信息业景气低迷时，旭电及伟创力都陷入亏损，鸿海却能逆势走扬，保持 20%以上的股东权益报酬率，到 2005 年时，旭电与伟创力的 ROE 分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别为-0.4%及2.1%，远低于鸿海的27%，从这个角度分析，鸿海比它们更有竞争力。

景气循环型公司

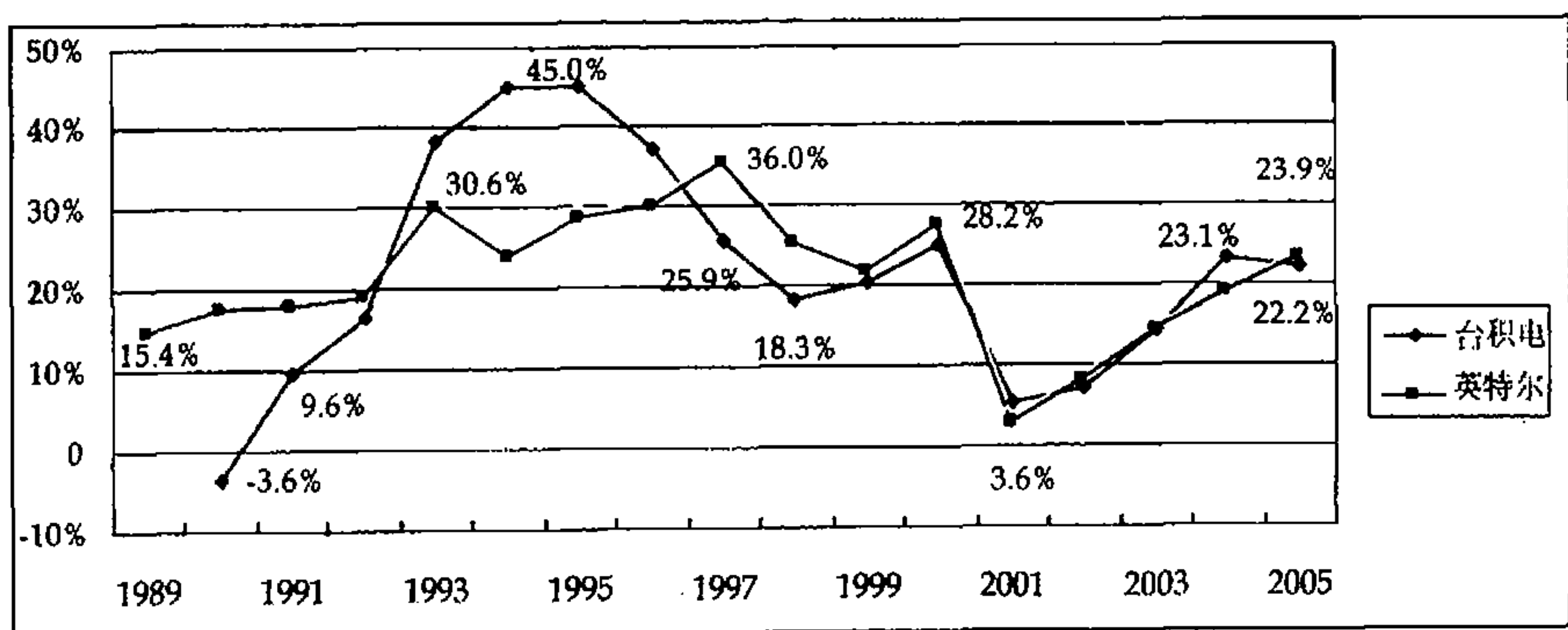
接下来，我们将观察景气循环型公司股东权益报酬率的变化，主要以半导体、汽车等产业的重要厂商为例。

● 台积电 vs.英特尔

台积电首创晶圆代工的商业模式，是我国台湾最具国际声望的上市公司。在台积电的发展历程中，一直以英特尔为学习标杆，因此笔者将这两家世界级的半导体公司拿来比较。

自台积电股东权益报酬率的变化，可以看出晶圆代工产业日益成熟，甚至后来也有微利化的隐忧。在1990年至1995年期间，台积电的股东权益报酬率快速爬升，曾经高达45%；但在1998年的不景气中，该比率下降到18.3%（请参阅图10-15）。在台积电股东权益报酬率的三个因子中，由于净利率与资产周转率为高度正相关（详见下文解释），因此其股东权益报酬率的波动较沃尔玛高出许多。为了稳定股东权益报酬率，台积电的杠杆比率控制得十分稳健，约在1.2至1.3之间（即负债占资产比重约在17%至23%之间）。

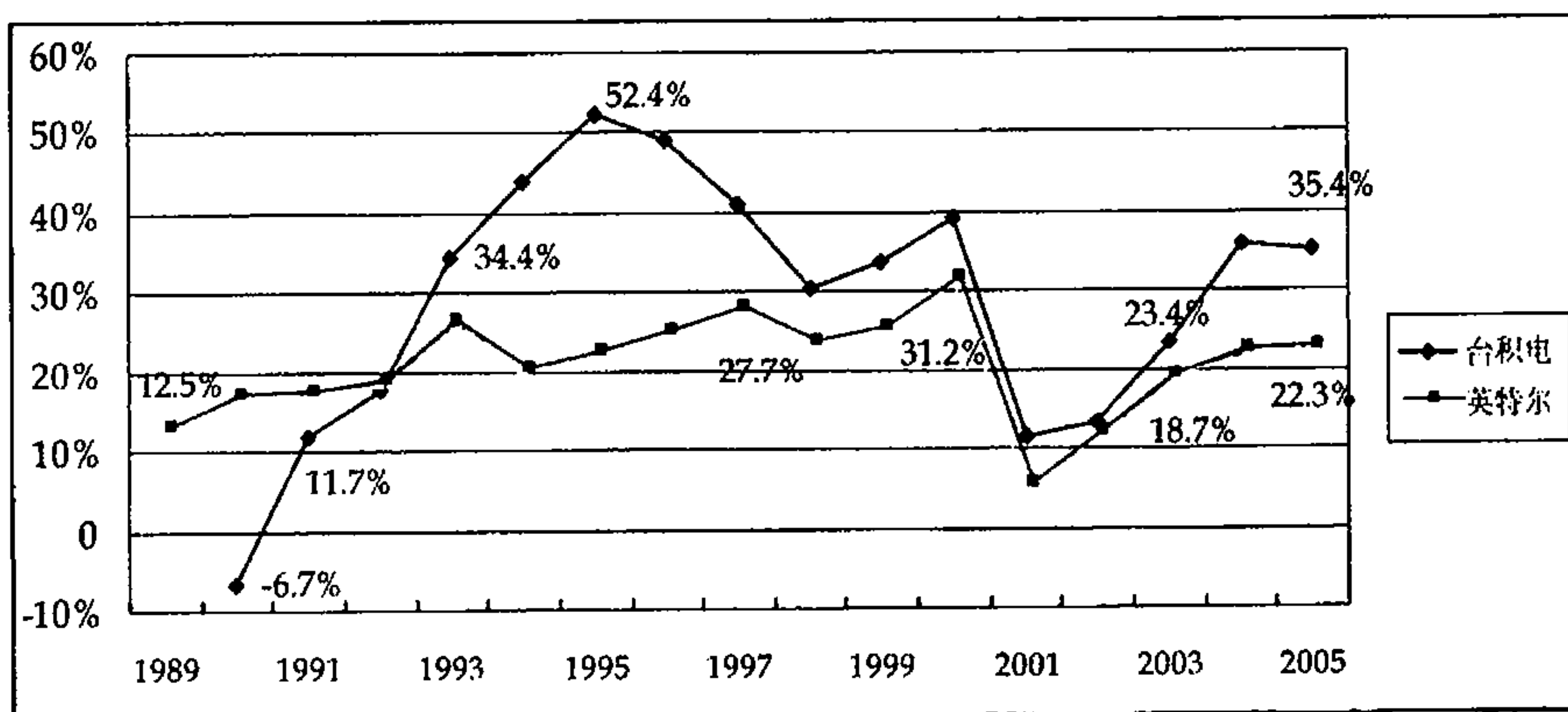
图10-15　　台积电与英特尔股东权益报酬率



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对地，在 20 世纪 90 年代的全盛时期，英特尔的股东权益报酬率不到 40%，比台积电稍为逊色。然而，英特尔的公司规模较大，历史也较长，属于较成熟的公司，这种股东权益报酬率较低的情形在较成熟的公司里相当常见。2000 年和 2001 年，英特尔的股东权益报酬率一度下降到 4%左右，给经理人造成很大的压力，到 2002 年之后，英特尔以裁员、精减支出作为改善的方式后，股东权益报酬率开始稳定增长，直到 2005 年达 23.9%。

图 10–16　　台积电与英特尔净利率



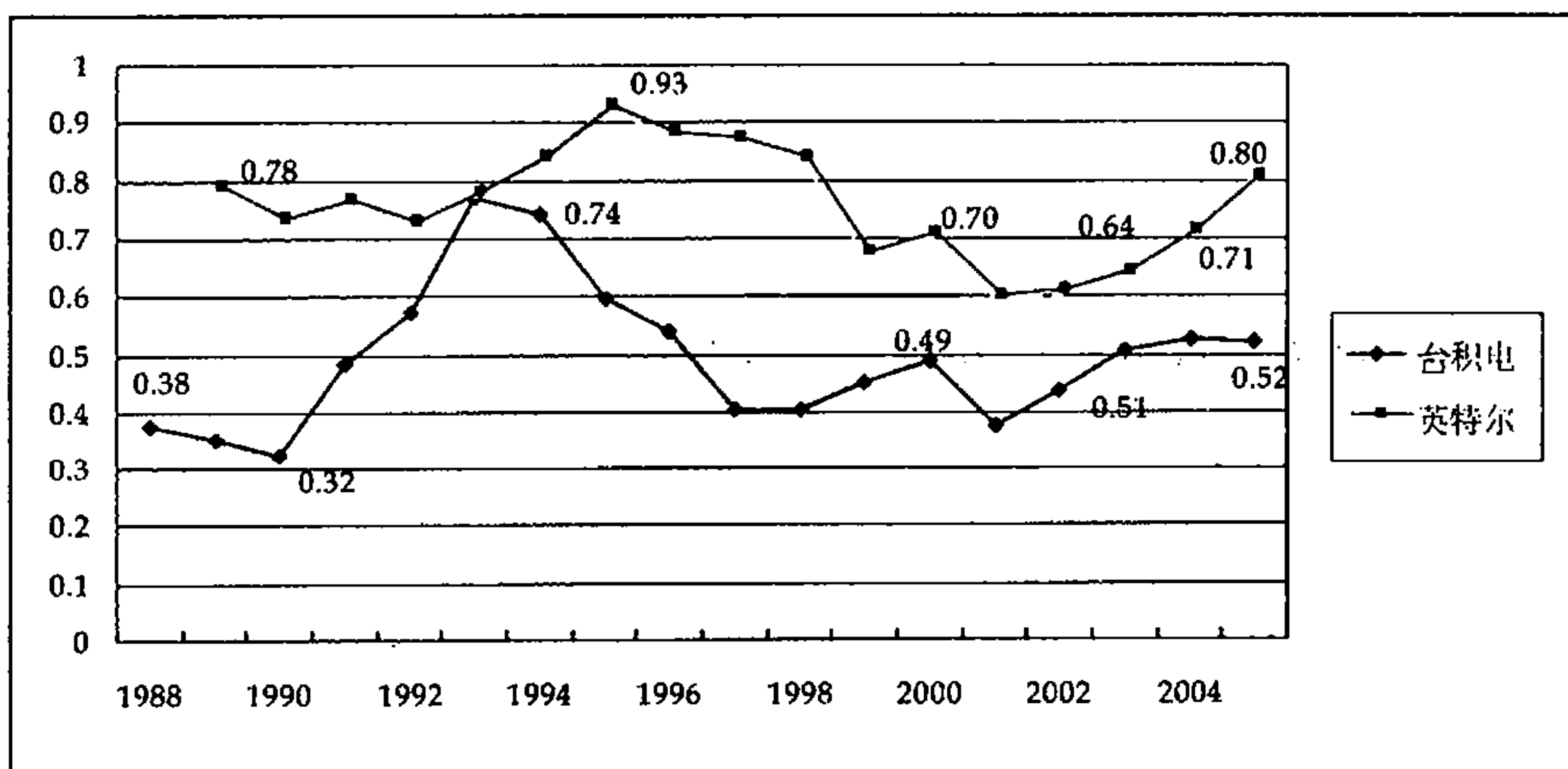
台积电采取的是差异化策略，强调客户为了得到优质的晶圆代工服务，必须支付较高的价钱。在过去景气高峰时，台积电的净利率可达 52%；但在 2003 年的景气复苏过程中，台积电的净利率只有 23.4%，不到过去高点的一半（请参阅图 10–16）。连产业龙头厂商都有净利率大幅下降的压力，可见晶圆代工产业有成熟化、微利化的趋势。

特别值得注意的是，随着景气循环的变动，台积电的净利率与资产周转率形成高度正相关的关系。在半导体厂商的成本结构中，有相当大的部分是固定成本（例如机器设备的折旧费用）。当半导体产业景气循环转佳时，在固定的产能下接单及增加生产量，造成单位成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下降，带动净利率快速提升。通常这段时期也是股价上涨最快的时段。当景气达到高点，产品价格又开始调涨，净利率提到更高。由于资产周转率与净利率同时改善，股东权益报酬率于是大幅提升。当景气转弱时，先是价格松动造成净利率下滑，接着是产能闲置，造成单位成本的提高，使毛利率更加低落，资产周转率与净利率同时下降，进而使股东权益报酬率迅速恶化。

图 10–17　　台积电与英特尔总资产周转率

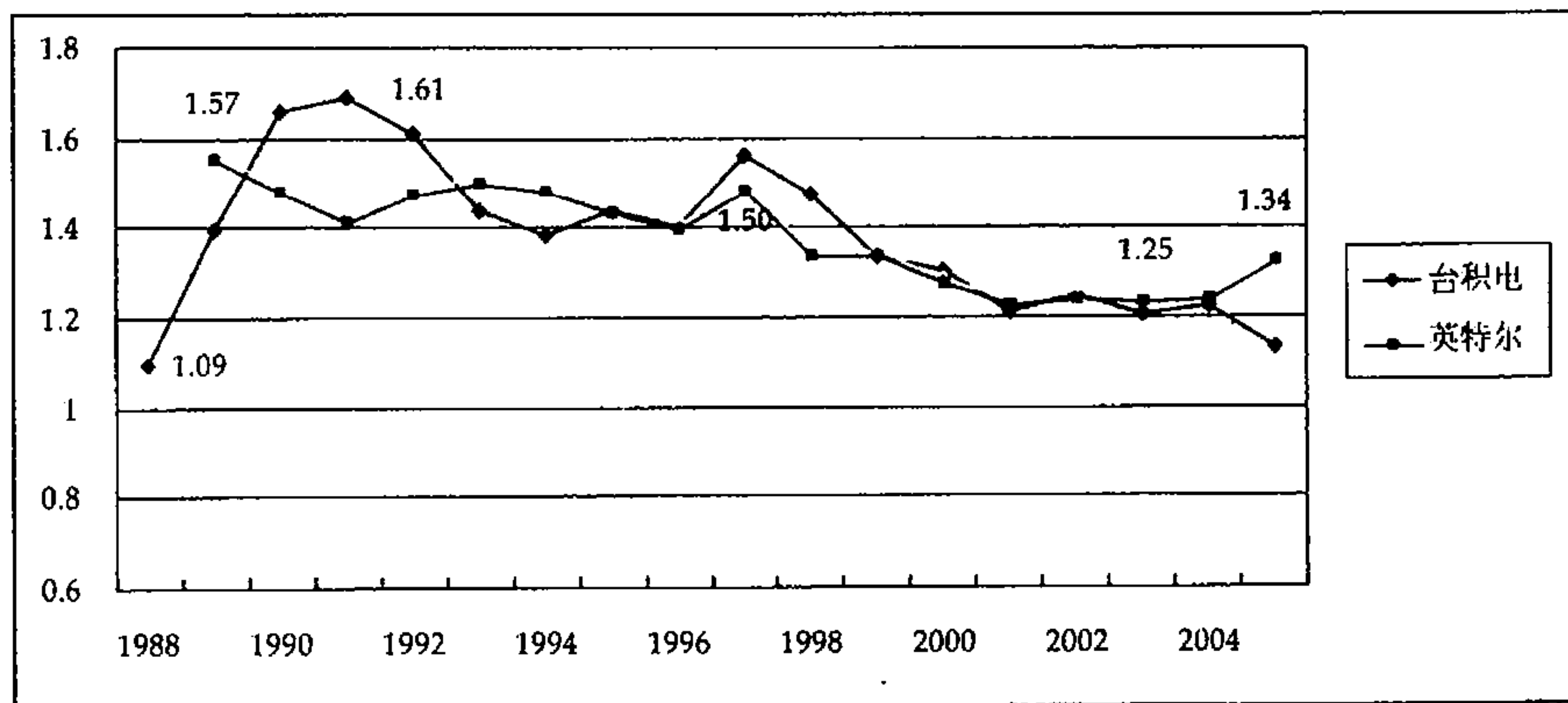


与英特尔相比，台积电的净利率平均较高，但是资产的周转率（台积电约在 0.3 至 0.7，英特尔约在 0.6 至 0.9，请参阅图 10–17）与周转率的稳定性都略逊一筹。

与沃尔玛低净利率、高资产周转率的经营模式相比，半导体产业的特色是高净利率（景气好时），但资产周转率较低（投资金额太高），且股东权益报酬率起伏很大。不过，就财务杠杆比率而言，台积电和英特尔都十分保守，只有 1.25 左右（即负债占资产比率约 20%左右，请参阅图 10–18），反映半导体产业景气起伏较大，需要有更多自有资金作为经营后盾。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

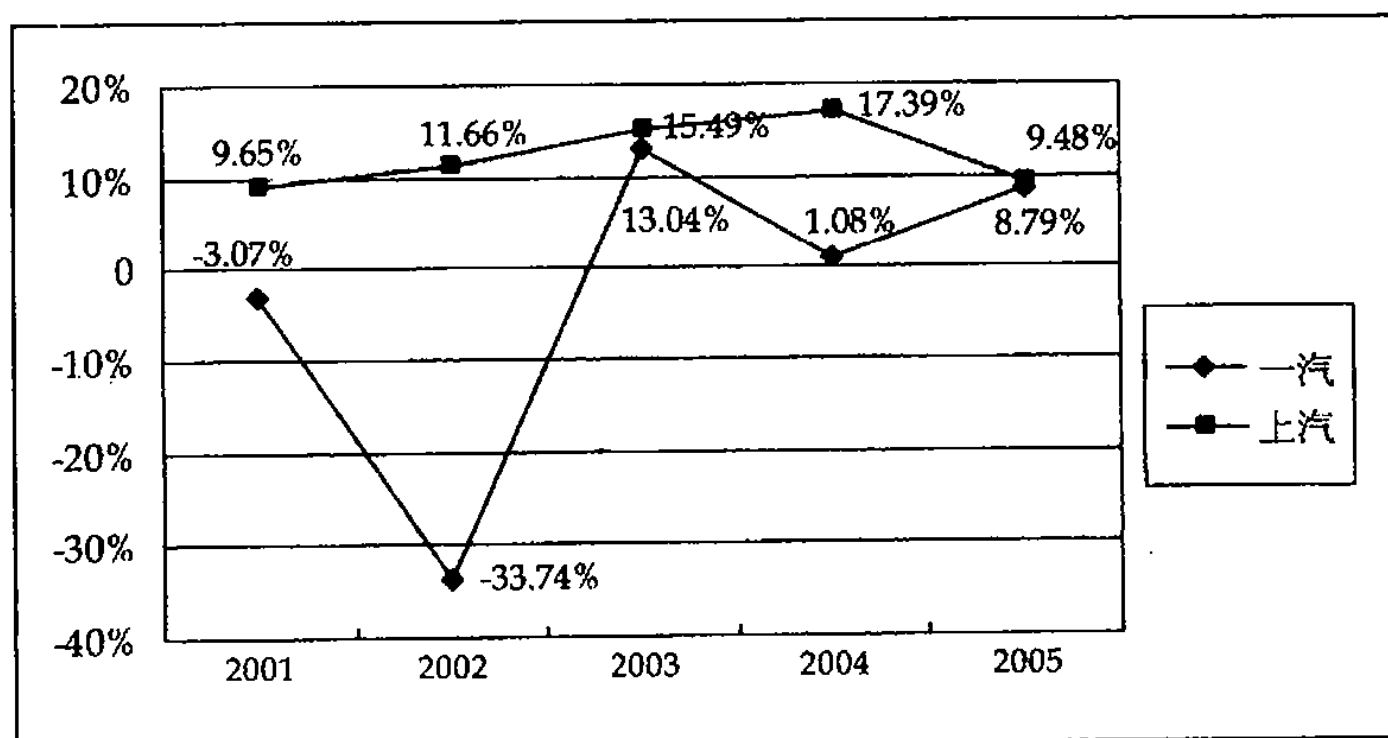
图 10-18　　台积电与英特尔财务杠杆比率



● 中国第一汽车集团 vs.上海汽车集团

近年来，中国汽车业成长迅速，尤以第一汽车集团（一汽）与上海汽车集团（上汽）最具代表性。由一汽与上汽的股东权益报酬率的变化（如图 10-19）可以看出，一汽的股东权益报酬率呈现较大的起伏震荡，2001 年至 2002 年从-3.07%剧降至-33.74%，再从 2002 年的谷底攀升至 2003 年的 13.04%。上汽的股东权益报酬率增长幅度则较

图 10-19　　一汽与上汽股东权益报酬率

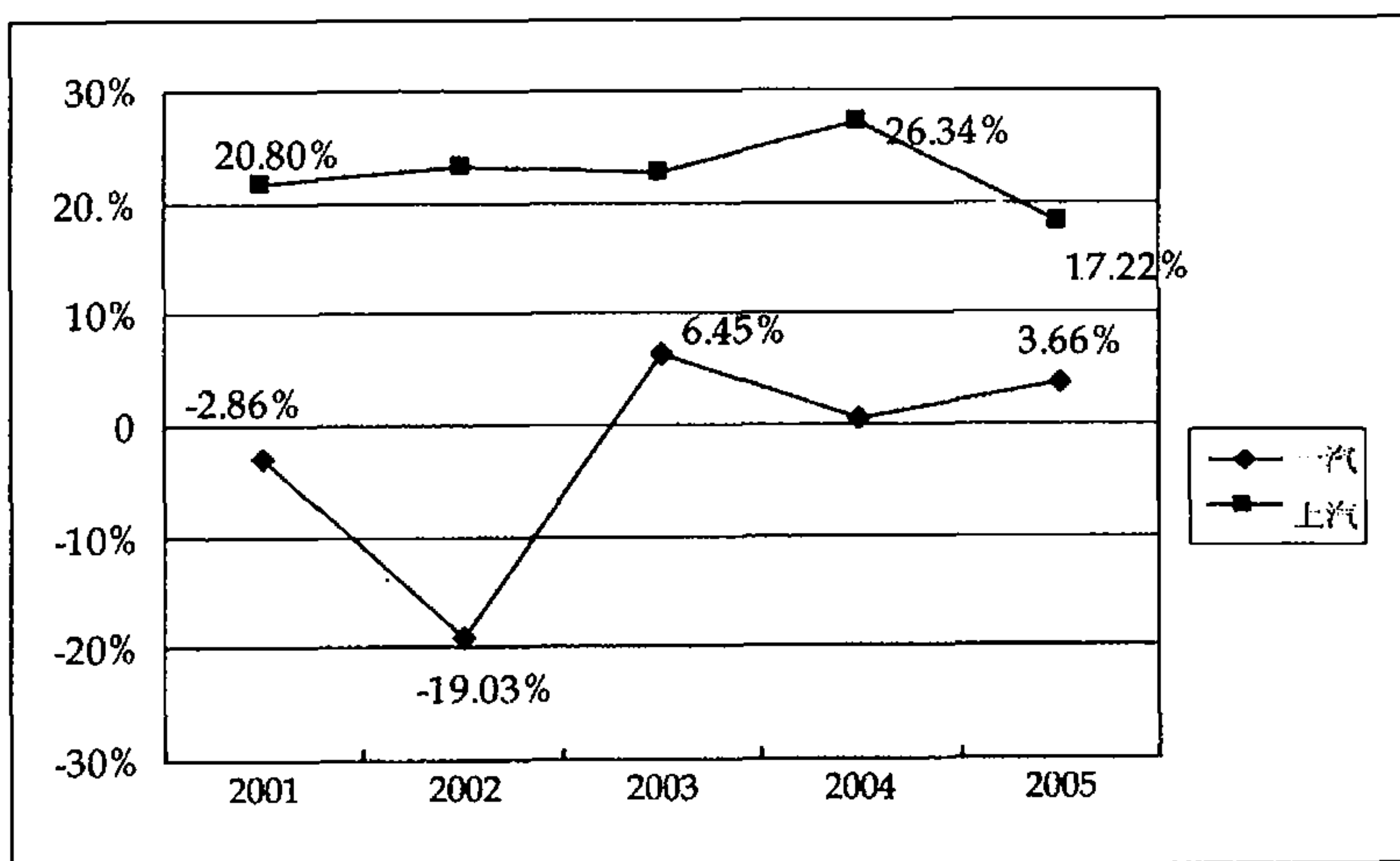


全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为稳定，2001 年至 2004 年间非常平稳地从 9.65%增长至 17.39%，然而在 2005 年却降至 9.48%（低于 2001 年的水平）。2005 年，两家公司的股东权益报酬率趋于接近（上汽为 9.48%，一汽为 8.79%）。

净利率的部分如图 10-20 所示，一汽在 2001 年至 2003 年间的该比率呈现巨大变动，从 2001 年的-2.86%剧降至 2002 年的-19.03%，再回升至 2003 年的 6.45%；上汽则在 2001 年至 2004 年间，呈现微幅的稳定增加（数值介于 20%至 27%之间），2005 年降至 17.22%。2004 年至 2005 年间，两家公司的净利率变化均较小，而上汽持续维持其较高的净利率。

图 10-20　　一汽与上汽净利率



资产周转率部分（请参照图 10-21），从 2001 年至 2005 年间，一汽的该比率持续稳定地升高，尤其在 2005 年时一口气升高了 38.5%（从 0.70 增加至 0.97）；上汽则是大约维持在 0.4 至 0.6 之间，但在 2003 年之后，上汽的资产周转率开始下降。

至于杠杆比率部分（请参照图 10-22），一汽呈现较上汽低的杠杆比率（一汽介于 1 至 1.5 之间，上汽介于 2 至 3.5 之间）。基本上，一汽的财务风险都呈现非常稳定的情况，上汽的财务杠杆则变动较大，但两家公司的负债都以流动负债为主，长期负债不高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 10–21　　一汽与上汽资产周转率

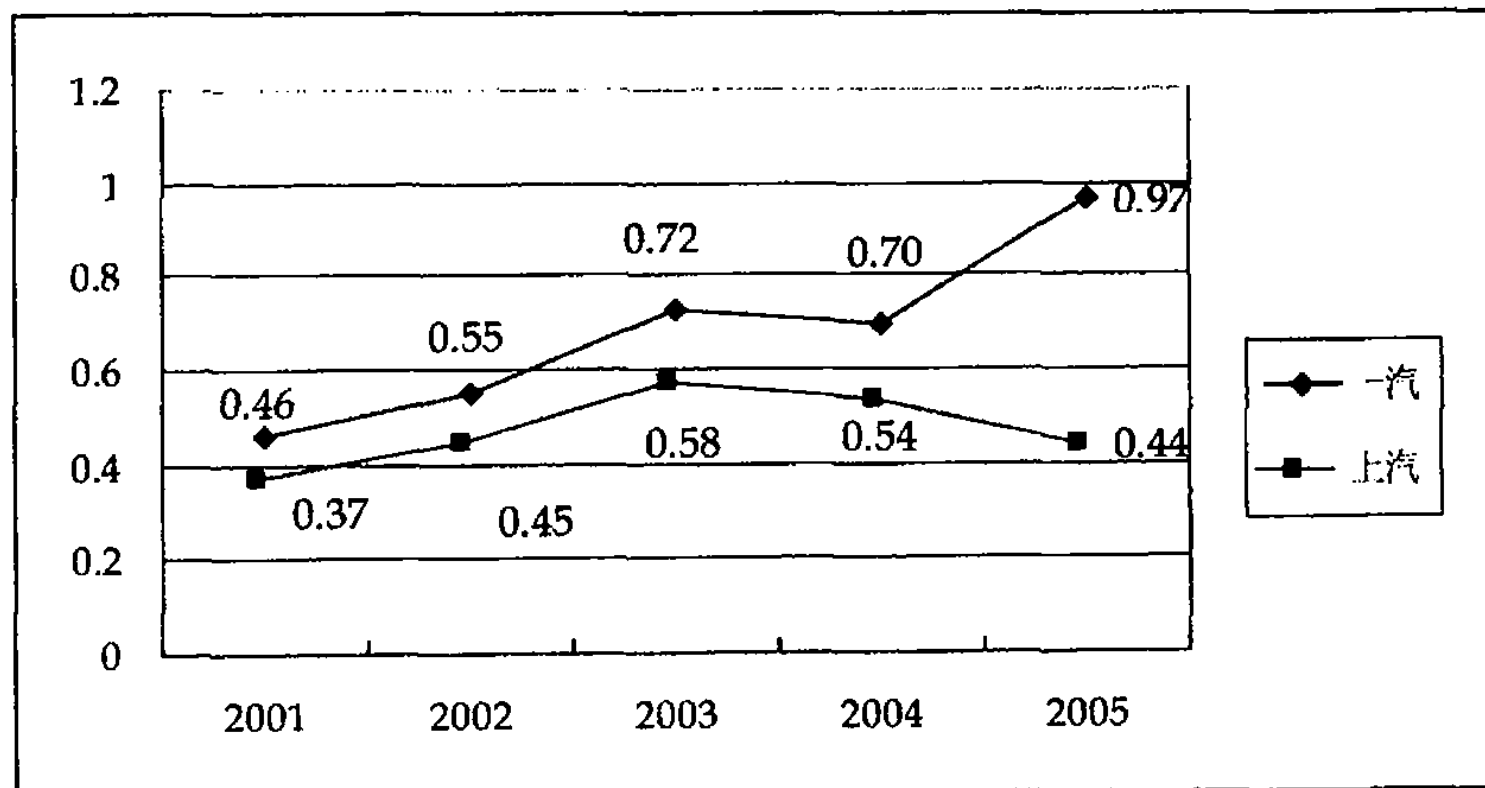
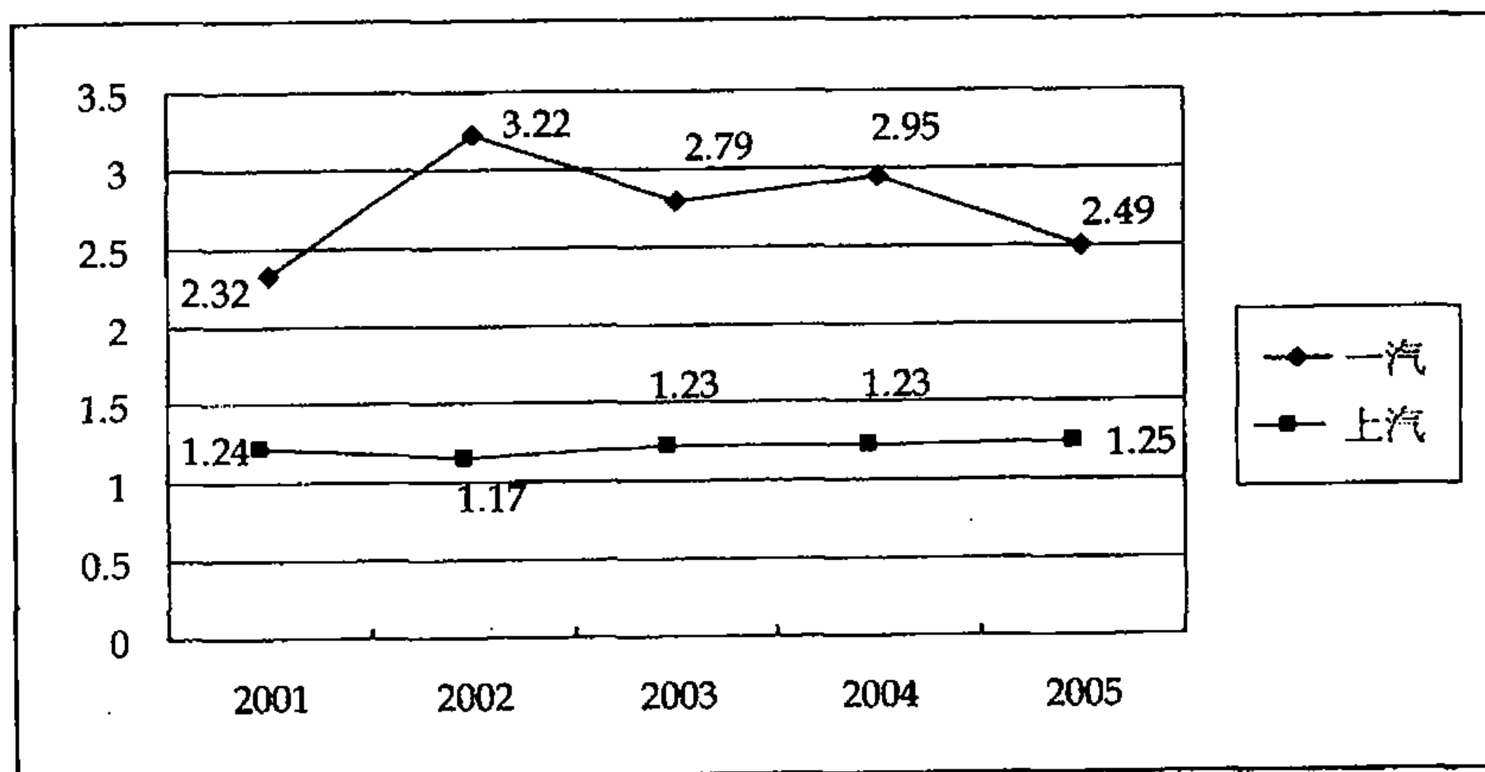


图 10–22　　一汽与上汽杠杆比率



单从上汽与一汽的股东权益报酬率来看，上汽稳定的成长情况，与一汽五年间大幅变化的趋势来看，直觉上会有上汽较一汽更具竞争力的印象。尤其在 2002 年时，一汽的股东权益报酬率剧降至 –19.03%，细究原因是因为在 2001 年底中国加入 WTO 之后，一汽与大发汽车合作重组公司制造流程并推出新款汽车，却因为不符合市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场需求导致新款汽车停产，造成股东权益报酬率的重大变化。到2003年，一汽与天汽汽车及夏利汽车合作重组公司制造流程成功，股东权益报酬率回升到6.45%的水平。而上汽于2002年提出“2007年跻身世界500强”的口号，开始不断持续改善流程，扩大国际合作，使其股东权益报酬率能稳定地持续增加（从2001年的9.65%增加到2004年的17.39%）。

另一方面，一汽也因为市场占有率无法有效提升，且中国汽车产量已进入了代表景气过热的红灯阶段，使得2004年的股东权益报酬率下降。时至2005年，一汽采取全系列车价降低的策略来增加市场占有率，但也造成利润率的下降。而2004年时，上汽提高研发经费，以制造具备国际级水平的好车，因此在提升汽车质量及研发成本的压力之下，净利率无法提升，连带使其资产周转率在2005年降低，但是研发成本的效益往往不是短时间内可以显现的，通常代表未来潜在的效益。

因此在了解公司的股东权益报酬率的组成因子之后，更要了解引发这些改变的原因，是有助于未来的经营，亦或只是改善经营上无谓的浪费和无策略。整体来说，两家公司的经营方式不同与大环境的改变，均在各项指标上面显露无疑。在竞争白热化的汽车市场，一汽与上汽能有近10%的股东权益报酬率，国际竞争潜力仍不容轻视。

>> 股东权益报酬率的限制

股东权益报酬率有多重要？从众多的实例中，我们可以看到当企业在策略上出现问题时，无论好坏，都将很快地反映在该公司的股东权益报酬率上。**股东权益报酬率可以总结企业的经营、投资及筹资三大活动，反映企业经营质量及相对竞争力。**然而，股东权益报酬率仍有它的限制。例如公司用可转换公司债来筹募资金，在公司债还没被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转换成股票前，这种筹资方式会使股东权益看起来没有增加，因此股东权益报酬率看起来比直接现金增资好，不过这可能只是暂时性的扭曲。

此外，企业也不宜把股东权益报酬率当作是经营的唯一目标。当经营规模扩大，企业就不易保持30%以上的超高的股东权益报酬率，这是投资报酬率递减的自然现象。如果为了保持超高的股东权益报酬率，企业因而减缓或停止营收的扩张，也会产生盲点。不成长的企业往往缺乏战斗力，也不易吸收新的人才，组织容易老化。但是，股东权益报酬率的概念如此简单、清楚，无怪乎成为一个历久弥新的财务比率。

至于本章开头提到的前美国银行总裁麦科尔，他在2001年退休后也没闲着。除了开设管理顾问公司、提供与并购有关的商业咨询外，2003年他创立了“企业良知论坛”（Forum of Corporate Conscience），并担任荣誉主席。该论坛的最主要使命，便是向全美企业领袖倡导企业伦理的价值和重要性。“企业良知论坛”定期举办演讲、座谈会等活动，并采取问卷方式，追踪企业领袖参与论坛活动后，是否针对企业伦理等议题进行公司内部的必要改革。该论坛成立后的首位演讲嘉宾，正是以重视股东权益闻名的巴菲特。

如果我有机会再问麦科尔一次：“在你的管理工作中，如果只能挑选一个最重要的数字，你会挑什么数字？”我相信麦科尔的回答应该不会改变：“那就是‘股东权益报酬率’！”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章　最重要的是，要随时保护你自己——避开财务报表陷阱的九大贴士

2004 年奥斯卡最佳影片《百万宝贝》（*Million Dollar Baby*）叙述了一个激励人心但又令人遗憾的故事。片中的女主角麦琪出身于一个贫穷的家庭，没受过什么教育，从 13 岁起就开始在餐厅打工糊口。31 岁时，麦琪决心脱离这辈子永远当女侍的命运，她发现自己生命中最热爱也最有潜力的是拳击。于是，她以锲而不舍的毅力，感动了孤僻但经验丰富的老教头邓恩，受其指导，正式练拳。

麦琪既有天分又肯苦练，技艺不断增强，正式参加职业拳赛后势如破竹，总是在第一回合就把对手击倒，但教练邓恩对此却大为忧虑，因为没有经过多个回合的考验，就无法显现出拳手的缺点。当邓恩不断指出麦琪打拳时不懂得保护自已时，她不太服气地回答说：“照你这么说，我能不被击倒，还真是个奇迹。”

麦琪终于等到她这一生最重要的机会——在美国拉斯维加斯（Las vegas）向外号叫作“蓝熊”（blue bear）的世界女子重量级拳王挑战。

蓝熊不仅拳击技术凶狠泼辣，更以背后暗算对手的肮脏伎俩而恶名远播。在拳王争霸战中，麦琪在教练点醒下找到蓝熊的罩门，不断猛攻蓝熊背部的坐骨神经，逐渐取得优势。意想不到的是，恼羞成怒的蓝熊竟在第三回合铃响的休息时间，从背后偷袭麦琪，麦琪受伤倒地，头部大力撞上休息区凳子的边缘，造成脊髓严重受损，全身瘫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

痪。麦琪醒来后，充满悔意地对教练说："我忘了您再三的告诫——最重要的是，要随时保护自己。"全身不能动弹的麦琪眼看着自己的身躯逐渐萎缩退化，甚至因为血液循环不良而必须截肢。失去人生希望的麦琪一心求死，而视她如女儿的老教练邓恩最后万般不舍地成全她，亲手拔掉她的呼吸器……

这个令人唏嘘的故事，对投资人有着非常重要的启示。美国最著名的投资大师沃伦·巴菲特曾说："投资有两大要诀:第一，绝对不要赔钱；第二，请不要忘记第一条。"以一个简单的例子来说明巴菲特的忠告：假设你以100万元在股市进行投资，如果赔了50%，只剩下50万元，再要恢复原来的财富，必须要有100%的投资报酬率；而如果你不幸投资在发生财务报表弊案的公司，赔了90%，只剩下10万元，那么你必须有1000%的投资报酬率，才能回到原有的财富。这个例子告诉我们，为了弥补任何一个投资的错误，我们必须要创造更高倍数的投资绩效，这难度极高。

追求财富是股市投资人共同的愿望，但别忘了股市就像是《百万宝贝》中的蓝熊，它凶险狡诈，不按牌理出牌，经常在你不注意时给你一记偷袭，让你前功尽弃，吐出之前所获得的所有投资利润，甚至造成巨额亏损。

在股市投资中，不仅要注意由于企业竞争力的消长所引起的风险，更必须留心人为的财务报表扭曲。当企业经理人刻意地操纵财务报表，甚至发生重大财务弊案时，财报就不再是投资人可以信赖倚重的"仪表板"，反而是造成错误投资决策的帮凶。由于财报数字是经营活动的滞后指标（lagging indicators），因此投资人想要预见财务弊案并保护自己，必须同时注意相关的非财务报表信息。本章提出九个贴士，就是希望帮助投资人结合财务报表和非财报信息，学会"随时保护自己"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贴士一：注意股价“利多下跌”的警讯

所谓利多下跌，是指在有利多消息的情况下，股价却出现与趋势相反的滑落。一般而言，在出现利多消息时，股价应会随之上涨，以反映公司的成长性及获利能力。然而，股价若不升反降，很有可能是公司本身暗藏有某些隐蔽的问题。**投资人应特别注意股价下跌背后所隐藏的负面信息，以避免地雷爆发所造成的巨额亏损。**

个案解析：银广夏

银广夏 1993 年在深圳证券交易所发行上市，属于医药生物产业，该公司上市时的资产总额为人民币 1.97 亿元，7 年的营运使该公司资产总额增加了 20 多亿。股价则从 1999 年 12 月 30 日的 13.97 元，涨至 2000 年 12 月 29 日的 37.73 元，跃升为证券市场极具影响力的公司。

2001 年 3 月 1 日，银广夏宣称与德国诚信公司（Fidelity Trading GmBH）签订连续三年总金额为 60 亿元的协议。消息发布后，财经媒体普遍对于该合约的数量及价格多有怀疑，深入探究发现，该公司年报中也没有出口退税的项目。以此情况，如果不是银广夏财务报表揭露不详，就是有虚伪销货的可能。

该利多合约公布一周内，股价却下滑 1.09 元，政府相关部门因接获检举开始介入调查，银行也提前终止贷款。后经半年的搜证，查出银广夏从 1999 年开始编造虚假盈余，假造不实财务报表。2001 年 8 月，证交所发布银广夏停牌公告，2002 年 6 月 5 日公告下市。

操纵此骗局的幕后黑手即是银广夏总裁李有强等人。银广夏公司自创立以来，历年平均股价皆在 10 元左右。2000 年 4 月，新聘总裁李有强及董事局秘书丁功民上任后，通过捏造虚假盈余驱动股价以中饱私囊（该年银广夏的利润及股价皆攀升至高点，股价达 37.99 元），

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

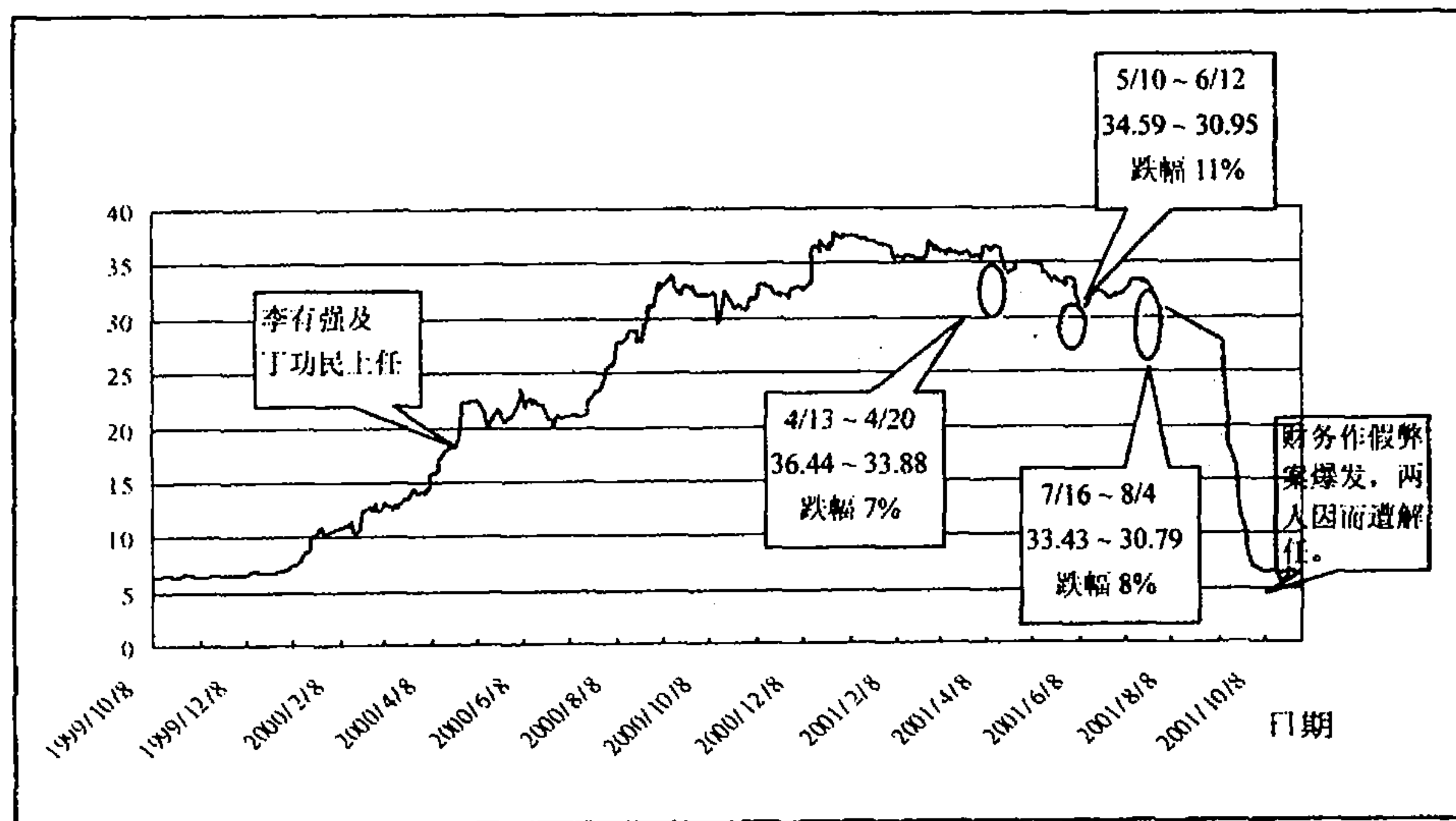
且多次宣告分红以图自利。最后两人因财务作假弊案而遭解任，并被依法判处有期徒刑。

其实弊案爆发前，银广夏股价已有警讯。请参阅图 11-1，观察该公司股价图的变化，可知：1999 年至 2001 年初，该公司股价逐渐向上攀升，吸引了许多的投资大众。自 2001 年 3 月媒体发布质疑信息一直到 2001 年 8 月该公司公告停牌前，股价的累计跌幅达 16%。

这 5 个月中，公司一再发布分红及转投资等利多消息。在这些利多消息之下，股价不但没有往上爬，反而分别在 4 月 13 日、5 月 10 日、7 月 16 日连续三次下跌。

投资者如果注意到这样的情况（可于证交所或投资顾问公司的网站上查询公司股价的变化），并评估相关报道提供的消息，就应及早采取保护措施。

图 11-1　　银广夏日收盘价　　单位：元



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贴士二：注意公司董监事等内部人大举出脱股票的警讯

董监事是公司重要的决策者，对于公司的经营状况最为清楚，故他们对公司的持股比率常被视为一个重要的参考指标。另外，大股东及机构投资人皆属重要的内部人，也较一般股民具备专业知识和人脉，容易察觉公司的变化及获得相关信息。因此，**当这些内部人开始大量抛售持股时，代表他们可能认为股价已超过公司该有的价值。**

个案解析：银广夏

观察银广夏股价图，银广夏的股价自 1999 年开始向上攀升，2000 年 7 月至 2001 年 7 月皆维持在 30 元以上的高价。然而，在股价行情最好的这一年中，银广夏的董监事却陆续出脱持股，于 2000 年下半年出脱了 4 344 318 股，持股比率由 7%下跌至 4%。

2001 年 3 月，《财经》杂志发布了对银广夏的相关质疑信息后，银广夏虽一再公开表示并无虚伪销货，且一再声称前景仍然看好，但由公司公告的重大信息中我们可以看到，其董监事出脱持股的情况越来越严重，至 2001 年 6 月，合计持股比率仅剩 1%，累计下滑共达 85%；大股东持股比率也下降了 8%。若银广夏情况真如管理者所声称，则董监事不应有出脱持股的动作；再者，当时的股价还维持在 30 元以上的高价。这种董监持股比率与股价背道而驰的情况确是投资人应该注意的警讯。

依证券交易法规定，公司的董监事或经理人转让持股时均须公告申报，故在上海及深圳交易所的网站中应有公告信息；另外，在公司的半年报及年报当中也有董监事、大股东及机构投资人的持股状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人应注意这些内部人持股的转让情况，若发现异常状况，就应采取措施，及时保护自己。

贴士三：注意董监事或大股东占用公司资金的警讯

大股东或董监事等内部人常滥用决策权，利用关联交易等方式侵占公司资金作为非营业之用，即**内部人用公司的名义筹资，资金成本及其他财务风险却由公司代为承担，这种情况对公司的财务状况影响深远，也会损害一般投资大众的权益。**

个案解析: 托普集团

托普集团于1998年并购了四川长征机床股份有限公司后即更名为托普软件。2000年5月，托普软件以人民币28.91元增发3380万股，共募集资金9.54亿元。此项增资活动不但每股价格偏高且增发股数多，使得短期间内，大量资金涌入公司。2000年至2002年间，托普集团号称总资产达100亿元，拥有3家上市公司及100余家控股子公司。

然而，由于董事长宋如华滥用经营控制权，大举占用公司资金，托普集团2000年借由增资活动筹得的9.54亿人民币早已不敷使用。至2003年资金流动不良的问题非常严重，以致公司无法在财务报表中掩盖，在2003年年报中一口气认列了3.89亿元的亏损。

依据媒体报道，宋如华利用以下三种手法占用公司资金：1.直接占用上市公司资金。2003年1月到2004年6月间，托普软件与其控股子公司以外的关联公司之间进行了大量没有实质交易的资金划拨，金额达21亿多元。2.提供担保。由托普软件提供担保而取得的贷款直接进入了关联企业，却由上市公司承担大量连带还款责任。3.高价购买关联方资产。托普软件增发募集的资金9.54亿元大部分投向关联方，购买无形资产、股权等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2004 年 2 月，监管部门开始追踪托普。2004 年 7 月 15 日，托普正式接到证监会成都稽查局立案调查通知，同年 8 月被打入特别处理公司，2006 年公告暂停上市。

综观中国大陆资本市场，公司资金占用的情况相当严重，在 2002 年上海上市公司年度报告中，发现在 730 家上市公司中，有 267 家的年报上反映有大股东直接占用上市公司资金的现象，占用资金总额达203 亿元。

为促进信息透明以达成公平交易，上海证券交易所特别将各公司资金占用状况列于上市公司“诚信记录”栏内，以便投资人查询。

贴士四：注意公司更换会计师事务所的警讯

会计师的工作是依据查核后的结果，对公司财务报表出具意见。会计师如果认为财务报表恰当表达公司状况，会出具无保留意见；反之，会依情节轻重出具修正式无保留、保留或否定意见；若会计师因故无法对公司的财务报表进行查核，则会出具无法表示意见。通常，会计师在签发意见之前必须与公司管理层沟通，当管理层不同意会计师的看法时，就可能做出更换会计师的动作。另外，公司出现舞弊嫌疑时，会计师为求自保，也可能拒绝查核，造成公司被动更换会计师。

个案解析：金荔科技

金荔的前身是 1996 年 10 月于上海证券交易所上市的飞龙实业，1999 年更名为金荔科技（农业）。该公司在 2000 年因连年亏损一度被打入特别处理股，2001 年初却突然转亏为盈，并更换会计师事务所，申请撤销特别处理。后经查明，金荔利用财务报表作假手法于 2003 及 2004 年虚增利润共计人民币 1.5449 亿元。2005 年 3 月，该公司因挪用公款及提供虚假财务报告被停牌处分并再度被打入特别处理股。2006 年 7 月，上海证交所公布金荔暂停上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年度	审计意见说明
1999	无保留意见。
2000	半年报为保留意见。更换会计师及事务所后，年报为修正式无保留意见。
2001	再度更换会计师及事务所，年报为无保留意见。
2002	无法表示意见。
2003	无法表示意见。
2004	11 月财务弊案爆发，证监会项目查核。年报为无法表示意见。

金荔公司创设时，由湖南开元会计师事务所查核，因连年的亏损导致 2000 年 4 月被打入特别处理股。2000 年 6 月，开元事务所仍对金荔的半年报出具保留意见。2000 年下半年，金荔为求翻身，另由深圳华鹏会计师事务所做审计；虽 2000 年 12 月的年报仍无法获得无保留意见，但该年净利已转亏为盈。2001 年起金荔改聘深圳鹏城会计师事务所审计，在鹏城事务所的查核验证下，该公司终于撤销特别处理，转回一般上市股。金荔公司历年来的审计意见汇整如下：

11 月财务弊案爆发，证监会项目查核。年报为无法表示意见。

金荔主体是两个农场，审计工作量并不大，但审计风险非常高。**该公司在亏损年度频频更换会计师，甚至会计师事务所，可视为财报作假的警讯之一。**有关公司更换会计师的说明，可于各大财经报刊杂志或证交所网站内公司重大讯息处察看。

贴士五：注意公司频繁更换高阶经理人或敏感职位干部的警讯

高阶经理人是公司的重要资产，学术研究显示，公司频繁更换高阶经理人隐含着负面信息。**除更换高阶经理人外，更换相关敏感职位**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是一个警讯。这类敏感性职位，比如董事长秘书等，是最能了解公司实际状况的关键人物，如果是被迫换人，或许隐含着一些不为人知的问题，投资人应详加查证。

个案解析：西安达尔曼实业公司

西安达尔曼实业公司于 1996 年在上海证券交易所挂牌上市，募集资金共计 7.17 亿元人民币，该公司主要营运活动为珠宝、玉器的加工和销售。

从其报表数据看，在 2003 年之前，公司各项财务资料呈现均衡增长，达尔曼 2002 年的资立总额已比上市时增长了将近 5 倍之多。然而，2003 年公司突然出现净亏损达 1.4 亿元；同时，公司的重大违规担保事项也被曝光，涉及人民币 3.45 亿元、美元 133.5 万元；还有重大质押事项，涉及人民币 5.18 亿元。

2004 年 5 月 10 日，达尔曼被列为特别处理，同时证监会对公司涉嫌虚假陈述行为立案调查。公司公告显示，仅 2004 年前半年时间亏损即高达 14 亿元，公司总资产也从 2003 年的 22 亿锐减到 2004 年 6 月 30 日的 13 亿元。2005 年 3 月 25 日，达尔曼被终止上市。

达尔曼从上市到退市，造假时间长达 8 年之久。主导人是公司原董事长许宗林。经相关部门查证，1996 年至 2004 年期间，许宗林等人以支付货款、虚构工程项目和对外投资等多种造假手段，将十几亿元的上市公司资金腾挪转移。

达尔曼的公司治理结构形同虚设，存在严重的内部人控制问题，许宗林在达尔曼唯我独尊，人员任免、项目决策、资金调动、对外担保等重要事项全由其一人控制。其公司财务主管频繁更换如下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日期	事件
2000 年 11 月 8 日	**更换财务工作负责人。**
2001 年 2 月 28 日	**关于改聘董事会秘书的议案。** 李西明由于工作变动原因不再担任董事会秘书一职，聘任王全胜为董事会秘书。聘任杨宏伟为董事会证券事务代表。
2001 年 10 月 28 日	**更换财务工作负责人。** 通过了关于聘任公司副总经理的议案：聘任黄玮华、贾如意分别担任公司副总经理；免去黄文财务总监职务，聘任范卫东、李瑛分别担任公司财务总监、副总监。
2004 年 5 月 17 日	**更换总经理。** 高芳辞去总经理职位，提名单巨仁为总经理。
2004 年 6 月 25 日	**免去高芳董事职务。**

个案解析：托普公司

除了高阶经理人外，其他被更换的敏感性的职位也应列为观察的对象，例如，托普公司掌权人宋如华善于以更换敏感职位的方式操纵公司整体运作。公司上市之初的一年内连续更换两次董事会秘书，并更换过一次董事长，弊案爆发前频频更换董事长及董事会秘书，推测可能原因为：（1）弊案爆发前经理人因不愿成为代罪羔羊而纷纷提出辞呈。（2）宋如华本人为最大的幕后操控者，常利用关联交易方式，大举挪用资金，而董事会秘书是一个敏感职务，对此事应甚为了解。秘书一职既然与经营绩效没有直接关系，却又经常遭更换，应是一个不可忽视的警讯。

关于经理人的更换，投资者可于报刊杂志或证交所网站中查知。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贴士六：注意集团企业内复杂的相互担保借款、质押等行为的警讯

集团企业（或称关系企业）是指若干法律上独立的企业，因为某些特殊关系而结合的企业体，而特殊关系包含彼此持股，或是多家企业的董监事为同一人等。

虽然集团间的各企业拥有独立的法人资格，但就企业经营上，经营者往往将集团视为一个整体，追求整体性的利益，因此可能会牺牲集团中部分企业的利益，以成就其他企业的利益。较常见的手法包括集团间企业相互担保以达成借款的目的，或是彼此销货以求美化报表等。

个案解析：德隆系

新中国成立以来最大的金融证券案——德隆系案，即是典型的集团企业舞弊案件。德隆掌门唐万新于 1995 年成立新疆德隆国际实业总公司。第二年，唐万新受让新疆屯河法人股，组建新疆屯河集团，1997 年受让沈阳合金法人股与湘火炬法人股，成功进入家用户外维护设备、电动工具制造、汽车零部件制造等领域。新疆屯河（600737）、湘火炬(000549)、合金股份（000633），德隆系这三家核心企业曾经创造了中国股市罕见的涨势，但 2004 年，由德隆一手打造的股市神话开始破灭。从 2004 年年初高点至 2004 年 4 月，仅德隆系三家核心企业的市值就已经蒸发了人民币 97 亿元，而受德隆事件影响的三类共 19 家上市公司市值共损失近 200 亿元。2004 年 12 月 30 日，德隆集团核心人物唐万新及 60 多名高管被捕受审。

德隆系弊案的操作方式是通过关联企业间的相互质押担保，达到吸取资金的目的。其主要手段为大量、持续地质押所持公司股权，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是公司间相互担保借款。其中湘火炬及合金投资等多家公司，对外担保总额已经违反证监会“上市公司对外担保总额不得超过最近一个会计年度合并会计报表净资产的50%”的规定。以质押所持股权为例，德隆在2003年12月16日、2004年3月5日、2004年3月31日分别质押所持湘火炬10 020万股、3733万股、4341万股（至此，所质押股数已占所持湘火炬股权的88.18%），又于2004年4月5日质押新疆屯河5924万股。如此频繁的质押动作，投资人应能看出德隆对于资金的取得存在极大的压力，必须频频质押所持股权以维持其资金的获取。

贴士七：注意损益项目中非营业利润百分比大幅上升的警讯

损益的组成项目众多，比如营业收入、营业成本、营业费用、营业外收支等等，由于管理阶层可以通过会计政策的变更来操纵损益的认列，因此**投资人在检视损益项目时，不应仅看最终结果的“营业净利”，还需注意其损益内容。而当损益有重大变动时，投资人也应了解变动的原因，若其中多源自于管理阶层可控制的项目，这就是财务报表带给投资人的警讯之一。**

个案解析：郑州百文集团

郑州百文1996年4月18日于上海证交所挂牌，主要营业活动是销售百货文化、五金交电、针织服装、化工产品等。如果我们仔细研读该公司的财务报表，可以发现它从1994年至1997年（上市前与上市后）的表现不凡——税后净利呈现持续上升的态势（1994年至1997年分别为人民币2496万、2784万、5001万、7483万元）；而1998年、1999年却突然出现巨额亏损（1998年亏损5亿多元、1999

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年亏损9亿多元）。

2000年1月，郑州百文造假及巨额亏空事件遭到披露。2001年8月，人民检察院正式对该公司涉嫌提供虚假财会报告案提出公诉。2002年11月，原郑州百文的董事长、总经理被判刑。

若我们进一步检视郑州百文税后净利的组成，可以发现该公司税后净利的产生有很大的变动。譬如1994年至1996年营业利润（营业收入-营业成本-营业费用）占税后净利平均约为123%，而各项损益（证券投资损益及长期投资损益）占税后净利平均约为19%；但1997年营业利润及各项损益所占税后净利的比重却分别为75%及54%，净利的组成与前几年相比差异非常大。

原来，在公司信用销售的鼎盛时期，公司往往利用银行承兑汇票进行账款结算，并在回笼贷款到支付贷款中间的3个月内，委请证券商利用这笔巨额资金进行短期套利的动作。仅1997年，该行为所产生的投资收益就达4千多万元。这笔来自投机行为的收益占了当年度利润相当大的比重（约占1997年当年公司利润总额的50%）。如果投资者只考虑利润总额数，而忽视了其利润总额的构成，就无法取得财务报表本身提供的警讯。所以，在郑州百文财务报表造假及巨额亏空事件被披露之前，**投资人就可通过分析该公司净利组成项目，或是通过该公司突如其来会计政策的改变，了解其损益暴增暴跌的原因，及时采取措施，保护自己的利益。**

贴士八：注意应收账款、存货、固定资产异常变动的警讯

当一家公司有舞弊的倾向时，通常不会仅针对一个财务报表科目进行，而是同时操纵多个科目，所以**当投资人发现一家公司财务报表上多个科目呈现较异常的走势时，这就是财务报表带给我们的又一个**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

警讯。本节将以一家同时针对资产类三个科目进行舞弊的企业为例说明，这三个科目包括应收账款、存货及固定资产。

个案解析：蓝田股份

1996 年 6 月 18 日，蓝田股份有限公司在上海证券交易所上市，为农业部首家推荐上市的企业，主营业务范围是农副水产品种养、加工，生产基地位于湖北洪湖。蓝田股份自上市以来，在财务数字上一直保持着快速的增长：自 1997 年中至 2001 年中，总资产增长近 2.6 倍，净利润增长近 6 倍，创造了“蓝田神话”，被称作“中国农业第一股”。2002 年元月21 日、22 日，生态农业（原蓝田股份）的股票突然被停牌，接着蓝田高阶管理层受到公安机关调查、资金链断裂以及受到证监会深入的稽查，似乎预示着这只绩优股的神话正走向终结。究竟蓝田神话出了什么问题？可由以下分析得知。

1. 应收账款与营业收入的比例下滑

一般而言，当公司的收款政策并无重大改变时，期末应收账款与当期营业收入应会呈现同向的变动；若营业收入不变或持续增加时，期末应收账款余额的减少可能代表该公司的收款速度变快了，或者是公司通过舞弊刻意制造这种假象。

如果我们将蓝田股份 1997 年至 2001 年 5 年来的半年报摊开来看，可以发现蓝田的营业收入持续上升，而期末应收账款与营业收入的比例却逐渐下滑，甚至在 1999 年 6 月 30 日时，该比率仅为 1%。根据该公司“2001 年中期报告补充说明”表示，由于公司地处洪湖市瞿家湾镇，占公司产品 70%的水产品在养殖基地现场成交，上门提货的客户个体比重大，当地银行没有开通全国联行业务，客户办理银行电汇或银行汇票结算业务，必须绕道 70 公里到洪湖市办理，故采用“钱货两清”方式结算并称为惯例，造成应收账款数额极小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

湖北武昌鱼股份有限公司是与蓝田一样位于湖北省的渔业养殖公司，1999 年 4 月 27 日注册登记，2000 年 8 月 10 日于上海证券交易所挂牌上市。据该公司 1997 年底至 2001 年底的财报数据显示，武昌鱼期末应收账款占营业收入的比例均维持在一定比例（5%）以上。比较同样位于湖北省的蓝田与武昌鱼，我们可以发现，5 年来蓝田的营业收入约为武昌鱼的 12 倍多，但资本仅约武昌鱼的 2.5 倍（2001 年蓝田股本约 4.5 亿元，武昌鱼股本约 1.7 亿元）。同样在湖北养鱼，何以蓝田的营业收入会如此高？所以，**投资者应特别注意这些营收的真实性，并可以通过类似的比较发现问题。**

2. 蓝田存货金额异常增加背后的警讯

如果我们进一步分析流动资产，可以发现蓝田股份的存货占流动资产的比率由 1997 年中的 9.06%攀升到 2001 年中的 43.82%（5 年平均为 38.42%），但年报中并未说明存货的构成项目与计价。蓝田负责人霍兆玉在 2000 年 3 月甚至声称洪湖共有 100 万亩水面可以开发，蓝田当时仅开发了 30 万亩（每亩产值约 3000 元），其中高产值的特种养殖鱼塘面积共 1 万亩（每亩产值高达 30 000 元）；而同样位于湖北的武昌鱼公司在招股说明书中称其鱼塘每亩产值不足 1000 元。同样是在湖北养鱼，蓝田股份的粗放经营养殖业绩是武昌鱼的 3 倍，而精养鱼塘更高达 30 倍，这不禁使人怀疑蓝田股份水塘中的鱼种，是否真的能创造如此高的收入。偏偏农林渔牧产业的存货是会计师难以盘点的项目，因此在面对这种产业时，**投资人应特别注意其存货增减变动的情形是否合理，并与同业比较作为参考。**譬如武昌鱼存货占流动资产比例同样接近 20%（1997 年底至 2001 年底），但 5 年来最高与最低比例相差 28.53%，而蓝田最高与最低比例竟相差了 46.4%；再者，武昌鱼在其财务报表附注中明确说明存货的核算方法、计价方法、盘存制度与期末的评价方式，这应该是投资人较能信赖的财务报表表达方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 蓝田固定资产巨额增加背后的警讯

根据统计数据显示，一般农林渔牧业的固定资产约占总资产比率22.97%，让我们来看看个案公司的实际情形。

1997年中至2001年中，蓝田资产逐年上升，且主要为固定资产的上升，2001年资产中固定资产所占比例高达66.55%。如果我们同时参考同业信息，则可以发现，蓝田固定资产占资产比率高于同业平均值1倍多，且5年来均高于该产业的平均值。接着检视蓝田5年的半年报的营业收入与固定资产，可以发现固定资产增长的速度远高于业绩的增长，到了2001年，固定资产的金额甚至约为当期营业收入的2.57倍。相对地，同业的武昌鱼营业收入与固定资产金额均较平稳(固定资产约为营业收入的50%~85%)。

固定资产的计价、折旧方法与盘点事宜均应记载于财务报表附注中，这点我们可以在武昌鱼公司的财务报表附注中看到，而蓝田股份却没有作这样的记载；再者蓝田股份所处的农业和农产品加工行业具有特殊性，资产折旧没有固定标准（年报中也没有提及）；同时因为蓝田股份的固定资产多位于水塘之中，会计师查核时难以盘点。所以，**当固定资产持续增加时，投资者应将这种情况视为财务报表所能提供的警讯之一。**

贴士九：注意具有批判能力的新闻媒体对问题公司质疑的警讯

新闻媒体较一般股民具有专业知识，比较容易察觉公司舞弊的状况，许多弊案爆发前已有媒体提出批判报道，即使是美国的安然案也是如此。因此，**当具有批判能力的媒体报道相关质疑时，投资人应详加参考。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个案解析：媒体的影响力

请看下面几个例子：

2001 年 4 月，《新财富》第 2 期刊登了由郎咸平主笔的《“德隆系”类家族企业中国模式》，质疑德隆的经营模式，炮轰德隆敛财模式，怀疑德隆坐庄，引发了全国性的信用危机。

《财经》杂志 2001 年 8 月号发表封面文章《银广夏陷阱》，揭露银广夏 1999 年度、2000 年度业绩绝大部分来自造假。2001 年 3 月 1 日，银广夏发布公告，称与德国诚信公司签订连续三年总金额为 60 亿元的萃取产品订货总协议。但《财经》杂志却对该份合约发表质疑：第一，以天津银广夏萃取设备的产能生产不出合约所宣称的数量；第二，产品出口价格高到近乎荒谬；第三，合约中的某些产品，根本不能用二氧化碳超临界萃取设备提取。该份报道发布后半年，经证交所调查终于揭开弊案，银广夏于 2002 年下市。

2001 年 11 月，刘姝威在《金融内参》发表 600 字短文质疑蓝田，此后蓝田资金链开始断裂。2001 年 12 月 5 日，《蓝田神话凋零》一文在《财经》杂志发表。此后不久，证监会对蓝田进行稽查，同时公安机关也对公司高管展开刑事调查，一个号称“绩优股”的股票价格一路下跌，并暂停交易，直至 2003 年 5 月 23 日终止上市。

>> 朱镕基的未竟志业——公司不做假账

前总理朱镕基先生施政风格清廉刚直，广为人所钦佩。朱镕基曾为自己约法三章——“不题词，不剪彩，不受礼”，但 2001 年 4 月 16 日，朱镕基破了戒。当他视察上海国家会计学院时，为该校题写“不做假账”，作为校训。而同年 10 月 29 日，朱镕基在视察北京国家会计学院之后，更进一步题字诠释他的理念——“诚信为本，操守为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重，遵行准则，不做假账”。这说明他对维持财务报表诚信的高度重视，朱镕基说：“市场经济的基础是信用文化，一个没有信用文化的国家怎么能够建立市场经济?”但有人开玩笑说，“不做假账”只是上联，没有写出来的下联是“那做什么”。这个笑话说明许多人对公司编制财务报表的高度不信任。由于部分中国上市公司的财务报表的确存在相当严重的质量问题，投资人千万别忘了本章的叮咛：“最重要的是，要随时保护你自己。”

本章列举避开财报弊案公司的九大贴士，并不代表只要该现象出现，公司必然就有弊案，但**“随时保护自己”最好的作为，是在看到高度不确定性时，就应该先出脱手中持股以保留资金。**从中国长期经济增长的趋势来看，一定还会有许多投资机会，但如果投资人因为误踩“地雷股”，使资金大幅减少，那么要再翻身就非常困难了。

参考资料

* 中国注册会计师协会网站 http://www.cicpa.org.cn

* 深圳证券交易所 http://www.szse.cn

* 上海证券交易所 http://www.sse.com.cn

* 互联网周刊

* 财务顾问网，会计人才网 http://www.cwgw.com

* 纳税服务网 http://www.cnnsr.com.cn

* 中国公司治理网 http://www.cg.org.cn

* 新浪网财经纵横 http://finance.sina.com.cn

* 中国网 http://www.china.org.cn

* 东方财经网 http://finance.eastday.com/

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

聚焦联结，武林称雄

2004年6月，我率领台湾大学EMBA欧洲产业经济参访团，前往意大利和法国考察创意设计产业。在米兰的斯福尔扎城堡（Sforza Castle），我们看到了文艺复兴时期艺术家米开朗基罗（Michelangelo Buonarroti, 1475～1564）雕制的圣殇像（Pieta，即《圣母恸子像》）。米开朗基罗一生中共雕制了四座圣殇像，米兰收藏的是最后一座。这座圣殇像仍然是个粗胚，如果没有米开朗基罗的落款，一般人很难相信是出自他之手；由它所呈现的样貌与线条，我可以断言它和米开朗基罗以前的作品不同。我在雕像前伫立良久，内心充满了感动与尊敬。这尊作品雕制于1564年，出于对艺术的热情与专注，这位当年已89岁高龄的老人，仍持续地追求艺术的创新，甚至在临死前五天，还在这块坚硬的白色大理石上孜孜不倦地工作。

热情、专注与创新，正是米开朗基罗一生创作的写照。在1508年至1512年长达四年半的时间，他独自一人在离开地面约18米高的鹰架上绘制梵蒂冈西斯廷教堂（Sistine Chapel）的屋顶壁画《创世纪》。当他平躺身子仰天作画时，画笔的颜料不断滴落在他的身上、脸上甚至眼睛里。完成《创世纪》后，米开朗基罗的背脊挺不直了，眼睛也昏花了，而那年他才37岁。从1538年到1544年的6年之间，在相同的创作环境中，他又完成了为西斯廷教堂创作的另一幅高70米、宽10米的壁画《最后的审判》。正是因为他极高的艺术天分及严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格的工作纪律，500 年之后，我们才能欣赏到他留下来的不朽杰作。

作为职业经理人，承担着股东与其他管理团队成员的期望，当你心态开始有所懈怠或是变得墨守成规时，不妨缅怀艺术大师米开朗基罗，学习他的热情、专注与创新！

>> 专注才能创造竞争力

本书的主要目的在于探讨财务报表如何显现企业竞争力的强弱。通俗地说，能赚钱并不见得就有竞争力，因为许多企业赚的是偶发性或短期性的机会财；然而，能持续地、稳定地赚钱的企业，一定具有竞争力。**对有竞争力的公司而言，获利是结果，从事具有高度附加价值的管理活动才是原因。**获得 2004 年“亚洲年度经理人奖”（Asian Businessman of the Year Award）的丰田汽车首席执行官张富士夫（Fujio Cho），在致得奖感言时幽默地说：“我在丰田工作时，前辈们教我如何把成本降低，如何把制造流程弄得有弹性以避免存货堆积，但是他们从没教过我，当公司营收及获利远超过预定目标时，我该怎么办。我打算在下一辈子好好地向他们讨教这个问题！”丰田汽车能成为全球汽车业的领导厂商，绝不是靠着非经常性的交易来粉饰财务报表，而是如张富士夫所叙述的——不懈怠地在汽车设计、生产、营销等核心管理活动上下工夫。**不管是个人或企业，专注都是创造竞争力最基本的原则。**

著名的运动心理学家汉森（Tom Hanson）与拉维扎（Ken Ravizza）曾在 2002 年提出“一次专注一球”（one pitch at a time）的概念，强调专注对运动员绩效的重要。所谓“一次专注一球”包含下列两个重点：

1. 运动员要专注于目前必须处理的事件，不要因为已经无法改变的事实而分心。例如一个棒球打击者最紧张的处境，是在第九局最后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个打次，面对两好三坏满球数，而且落后对手一分。这时，虽然他背负着决定比赛胜败的沉重压力，但他那时所必须面对的，其实只是投手投出的下一个球，而不是那时球场上的紧张情况，所以，此刻一定不要被压力所左右，要专注处理手中的球棒。

2. 运动员要实践完全的自我控制，包括控制自己的注意力及情绪。例如在棒球比赛时，当挥棒落空后，打击者必须控制自己的情绪，不要让前一次打击成果不佳的失望心情影响了下一次的挥棒。

杰出的运动员都具备专注的本领。美国大联盟全垒打纪录保持人汉克（Aaron Hank, 纪录为 755 支）曾作过以下的自我评估：“我能每天全神贯注于打球的能力，造就我成为一个成功的球员。我想我是有点天分，但只靠天分，成就十分有限。我学会了专注，但这并不是与生俱来的能力！”

以“一次专注一球”获得成功的还有西雅图水手队日籍打击好手铃木一朗。铃木一朗在打日本职棒时，已连续 7 年荣膺打击王，还创造了 216 次击球无三振、连续 69 场比赛上垒等辉煌纪录。2001 年，他前往美国职棒大联盟发展。2004 年 10 月 2 日，铃木一朗以单季 262 支安打刷新大联盟 84 年无人能破的“希斯勒障碍”，并以 3 成 72 的打击率荣登当年打击王。一个身高 175 厘米、体重 74 公斤的东方人，在美国大联盟里显得单薄瘦小，他究竟是靠什么出类拔萃？因为了解自己的身体限制，铃木一朗有着清楚的策略定位——打出连续的安打，而不执著于打出全垒打，他的成功之道就是专注聚焦。

我们来看看铃木一朗具体是怎么做的吧。铃木一朗以左边打击，本来就有离一垒距离较近的先天优势。为了增加安打的机会，他特别加强了跑垒的速度。在击出滚地球的情况下，铃木一朗跑到一垒的平均时间是 3.7~3.8 秒，大联盟里其他选手都没有这样的速度。因此，铃木一朗打击出的内野滚地球，不论落点好坏，都有 50%的机会成为安打。为了适应美国职棒选手更快的投球和传球速度，铃木一朗到美国大联盟后，刻意减轻球棒及钉鞋的重量，使自己能挥棒更快、跑垒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时更轻盈。

此外，铃木一朗还随时随地改进自己的打击技巧。1999 年我国台湾“9·21”大地震后，铃木一朗当时所属的日本欧力士队来台进行慈善友谊赛。比赛结束后，所有的大牌球星都忙着收拾球具，只有铃木一朗还待在球场上，继续进行挥棒练习，并思考自己今天在球场上的表现。

作为高阶经理人，必须具备铃木一朗一样的热情与专注，也必须联结所有与策略目标相关的优点及技能，才能不断地交出每季、每年营收及获利增长的好成绩。

>> 靠绩效才能保住饭碗

竞争时如果无法聚焦联结且超越对手，会让经理人丢掉饭碗！2005 年 2 月 9 日，惠普董事会宣布菲奥莉娜（Carly Fiorina）即日起辞去首席执行官职务。导致菲奥莉娜被“开除”的主要原因是董事会对她改造惠普的绩效不满意。

1999 年 7 月，惠普礼聘菲奥莉娜担任首席执行官，次年又让她同时兼任董事长。身为国际级企业的第一位女性首席执行官，加上优雅果决的形象，菲奥莉娜立刻成为媒体注意的焦点。而真正使她声名大噪的，是她在 2002 年通过全体股东投票，击败由惠普创始人家族带头的反对力量，以 190 亿美元购并了康柏电脑。那么，为什么后来她逐渐失去了董事会的信任呢？是因为始终看不到有明显改善的经营绩效。根据著名营销调查机构 iSuppli 统计，2004 年的全球个人电脑市场增长了 13.4%，惠普的增长率却不到 11%。在惠普 2004 年的获利中，73%仍来自于传统的打印机及影像业务，后来扩大的个人电脑业务则利润微薄。

惠普撤换菲奥莉娜后，聘任精于成本控制的马克·赫德（Mark Hurd）为首席执行官。赫德一上任，就以快刀斩乱麻的方式处理惠普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题，以精减人员作为控制成本的手段，不管是有什么背景的人或部门，一切以数字说话。从2005年7月至今，惠普全球已经裁减了1.5万名“非销售人员”，节约下来的近10亿美元的成本将有一半用于强化业务运营的再投入。截至2006年第三季，惠普的市场占有率提升了1.5%，并从2005年第三季获利率仅2.33%，逐渐攀升至2006年第三季的3.82%，终于摆脱了过去PC事业获利率仅有1.2%的状况，在全球PC市场低迷甚至亏损的情况下还有增长的幅度。

苹果电脑首席执行官乔布斯一针见血地说：“在个人电脑产业中，苹果和戴尔是少数能赚钱的公司。戴尔能赚钱是向沃尔玛看齐，苹果能赚钱则是靠着创新。”惠普的经营效率不如戴尔，而创新能力则比不上苹果。苹果不仅非常成功地进入MP3随身听市场，还将MP3随身听与手机结合，2006年更在电脑软件上做了与微软兼容的系统，试图以创新方式进入手机市场并进攻庞大的电脑软件市场。另外，如第六章所分析的，在1994年至2003年之间，戴尔通过直销经营模式，使销售和管理费用占营收的比例较惠普少了5%至8%。菲奥莉娜在1999年上任后，并未改善惠普缺乏竞争力的成本结构。在一个净利率不到6%的产业，这种成本落后的幅度，使惠普在定价与销售上处于挨打的局面，而赫德上任后的成本控制策略使营收获得大幅改善。

以股东权益报酬率而言，戴尔一直保持在30%以上，2004年时更高达46%，但其中PC事业获利率走滑，2005年第二季为8.7%，2006年第二季则仅有5.5%。相形之下，购并康柏后，惠普的股东权益报酬率一直低迷不振，2004年才好不容易回到9%左右。虽然苹果2004年的经营绩效仍比不上惠普，股东权益报酬率为6%左右（2003年只有2%，进步惊人），但是它成功地踏入数字音乐领域，iPod于2004年及2005年持续热卖，让资本市场对苹果的创新能力信心大增，认为苹果是未来个人消费电子时代的领导厂商。2002年到2004年，科技产业只算是温和复苏，苹果的股价却大涨5倍。同一期间，戴尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股价涨幅为80%，惠普的股价涨幅却只有30%，明显落后于竞争对手。虽然菲奥莉娜也不断强调创新，但是惠普研发费用占营收的百分比，始终比苹果低了1.5%到2%。从2003年至2005年间，它的研发支出不断减少，甚至因此流失不少优秀的研发人员。

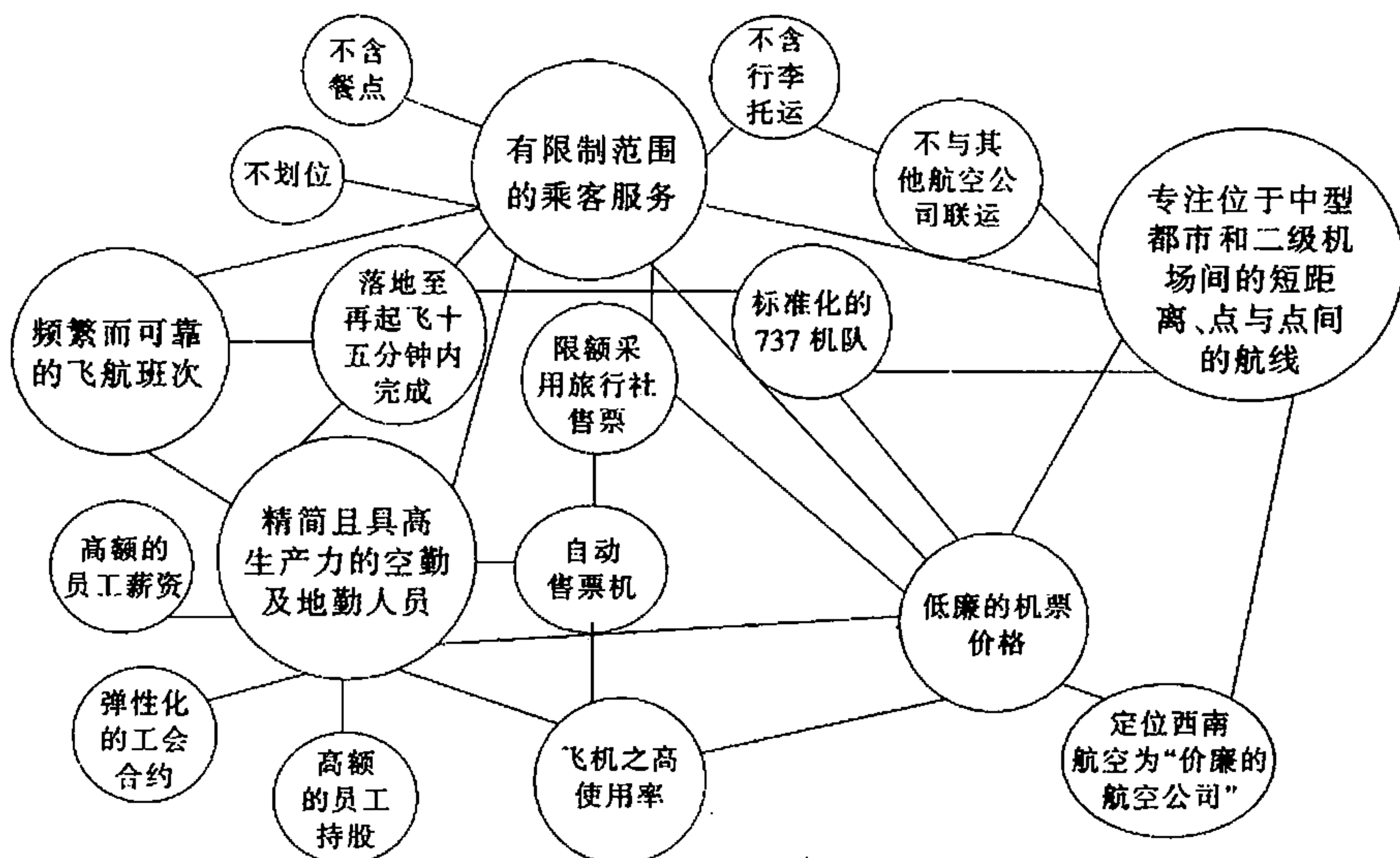
总之，菲奥莉娜并没有把镁光灯的能量转化成实质的经营成果。惠普所面临的竞争对手——不论是强调经营效率（例如戴尔）、强调产品创新（例如苹果），还是强调高阶软件咨询服务（例如IBM），每个对手的策略定位都比惠普专注、清楚。因此，惠普未来的挑战除了加强执行力外，恐怕还得更精确地定位经营聚焦点，并把所有与聚焦点相关的管理活动联结起来。

>> 竞争力要靠绵密的企业活动网络

著名策略学者迈克尔·波特教授曾大力倡导：好的策略必须聚焦，而且要能取舍。事实上，要经理人“取”（例如扩张新的事业版图）比较容易，要“舍”（处分不具竞争力的事业或部门）比较困难。试想，1994年诺基亚（Nokia）的新任首席执行官奥利拉（Jorma Ollila），如果没有把通讯部门以外的投资全数处理掉的魄力，这样一个同时拥有大规模纸浆及家电事业的芬兰公司，日后怎么可能成为全球顶尖的无线通讯厂商？奥利拉曾感叹地说：“当一个硅谷发明家打开车库，展示他最新的点子时，他面对的是全世界50%的市场机会。当一个芬兰发明家打开自家车库，他面对的只是三尺白雪！”在芬兰恶劣的地理条件下，诺基亚全力发展无线通讯业务并获得成功，再次验证了聚焦专注的威力。德鲁克（Peter Drucker）说得好：“真正的磨炼，在于对错误的机会说‘不’！”简单地说，要先“舍”，才能聚焦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 12–1 西南航空企业活动系统图



（资料来源：迈克尔·波特《什么是策略？》）

在策略聚焦之后，个人或企业必须把所有活动系统地联结于聚焦点。波特以西南航空为例指出，西南航空能在美国航空业持续保有竞争优势，在于它形成了一个绵密的、互相支持的企业活动网络（见图12–1）。简单说明如下：

1. 拥有独特的市场定位：西南航空的市场聚焦是中型都市间“点对点”飞行的商务客人，舍弃以休闲度假为主要目的的一般客人。

2. 进行飞航服务内容的取舍：不事先划位、不提供餐点、不提供行李转运、不与其他航空公司联运……每删除一项活动，西南航空就能省下一笔可观的成本。而对于一般的商务客人，这些被删除的活动并没有什么附加价值。

3. 创造固定资产的高度经营效率：西南航空只购买波音 737 机队，以便减少飞机零件采购、维修及驾驶员飞行训练的各种成本。它以频繁的起飞降落次数（要求做到落地后 15 分钟内必须完成再次起飞的准备），来产生足够的规模经济，降低每次飞行的平均成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 训练精简而有效率的空勤及地勤人员：西南航空以高额的员工薪资、高百分比的员工股票拥有率、与工会签订弹性化的劳动合约，来增加员工的生产力。

以上所看到的活动，是西南航空以一系列“成本领导策略”为聚焦点的管理活动，并不是单一的活动，或是几项所谓的“关键性成功因素”（key success factors）而已。除此之外，西南航空董事长凯莱赫（Herb Kelleher）也不断强调无形资产的重要：“竞争对手可以购买和我们一样的飞机，但是无形资产远比有形资产重要。”74岁高龄的凯莱赫常说，他所得到的最受用的观念是：“尊重且信任别人，但不是因为他们的职位或头衔。”这种真诚地以顾客及员工为尊的思想，是其他对手短期模仿不来的组织文化。竞争对手若想跟上西南航空，就必须学会它善用无形资产与有形资产的整套功夫，而不是只学一招半式就期待能发挥功效。

事实上，波特教授的企业竞争策略精华，就在“聚焦联结”这四个字。**“聚焦”要求企业找到独特的定位；“联结”则要求企业的活动要与策略相连，活动与活动间也要联结成互相支持的网络，才能造就持续性的竞争优势**。这种持续性的竞争优势，最终可以转化为高度的盈余质量（如获利的持续性、低变异性及可预期性等），以及令投资人满意的股东权益报酬率。

相对地，如果企业采取“差异化策略”，那么其管理活动的重点，必定与以成本领导为主要策略的企业大不相同。以拥有世界顶尖消费品牌的路易威登集团为例，该集团商业活动（见图12–2）的重点是维护品牌价值，它所进行的主要活动包括：

1. 持续不懈地打造精品品牌：路易威登创造新的流行时尚趋势，并同时兼顾商品高度的实用价值。

2. 严格控管产品的制造、配送和营销质量：路易威登要求近乎完美的手工技艺与近乎苛求的品管监控。不采取批发方式经营，要求所

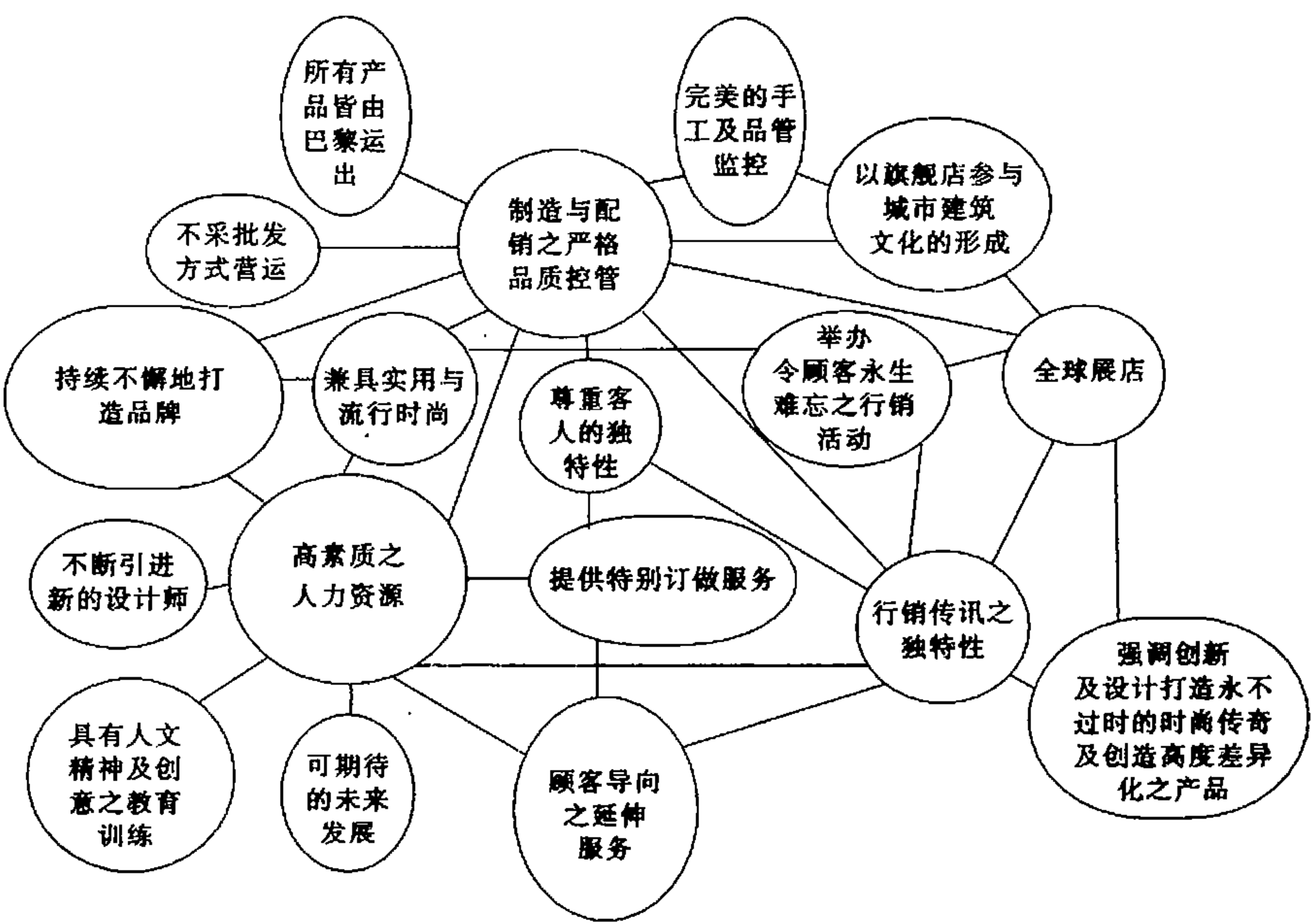
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有产品在法国制造（已经关闭了美国的制造设施），以维护纯正欧洲皇室御用的高贵形象，同时也要求所有产品都由巴黎直接运出。

3. 创造营销传播的独特性：路易威登投下巨资礼聘著名建筑师参与规划，使全球的旗舰店都具有高度的建筑特色，成为营造当地城市文化的领导指标。路易威登也举办令人难忘的宴会及营销活动，营造它的独特性。

4. 培养高素质的人力资源：路易威登不断发掘新设计师及知名的合作对象（如日本艺术家村上隆），并举办具有高度人文精神与创意的员工教育训练活动。

图 12–2 路易威登企业活动系统图



（资料来源：作者整理）

路易威登对品牌的呵护极端细腻，令人印象深刻。当旗舰店整修时，它会用巨大优美的皮箱造型，把整个施工楼层包覆起来，即使在施工期间，过往行人也看不到它紊乱粗糙的一面。路易威登这些维护

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品牌价值的管理活动，做到了环环相扣、互相支持。当然，顶级精品形象的呵护，反映在财务报表上就是高比例的营销费用了：2003 年，路易威登销售和管理费用占营收的 47%左右。

除了西南航空和路易威登之外，本书经常讨论的沃尔玛也是聚焦专注的典范。沃尔玛成立迄今，所有的投资都围绕在低价促销为主的通路事业。除了沃尔玛本店，该集团还经营山姆俱乐部（Sam's Club）——专门针对大盘商需求的通路商。也由于高度的聚焦专注，沃尔玛才能在存货管理、供应链管理、数据仓储、流通运输等领域达到炉火纯青。

沃尔玛除了以低价为主要竞争武器，它也强调给予顾客乡村小镇特有的人情味（沃尔玛发迹于美国的乡下地区——阿肯色州）。在沃尔玛的年报中，曾刊登过一封温馨的顾客来信。话说这位顾客在沃尔玛的某个卖场购物，结账时才发现皮包遗失了。他焦急地请客服人员协助找寻，但是一无所获。这位顾客告诉卖场经理，皮包里除了私人证件之外，还有 100 美元现钞。

几个星期后，这位顾客收到卖场经理的一封信，内附一张 100 美元的支票。店经理在信中写道，店内员工为他在卖场遗失皮包感到十分遗憾，因此他们在星期天发起“糕点义卖”活动，拿出看家本领，做出一道道可口的私房点心，义卖所得的 100 美元随信附上，希望他不要留下不愉快的购物经验。这是沃尔玛温馨体贴的“经典小品”，却也是最犀利有效的营销手法。

一位长期与沃尔玛及 Kmart 做生意的企业首席执行官，曾与我分享他的经验：沃尔玛的采购人员不拿回扣，也不接受供货商设宴招待；相较之下，Kmart 采购人员的操守较差。当然，羊毛出在羊身上，操守的差异自然反映在 Kmart 较高的采购成本上。正因为建构整套企业活动网络如此困难，即使西南航空、路易威登、沃尔玛等企业早就广为媒体报道，成为许多商业个案讨论与学习的目标，更是许多竞争对手拆招解招的假想敌人，然而能真正创造相同竞争力的企业却相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少见。

由上述可知，对经理人而言，最重要的任务就是下足“聚焦联结”的苦工。

>> 避开无法竞争的困境

当企业无法规划与执行属于自己的独特活动时，就只能和竞争对手打效率战、价格战。在沃尔玛的卖场，顾客到处可看到“每日低价”（everyday low price）的大幅标语；在Kmart的卖场，顾客随目可见“每天低价”（low price everyday）的广告。说穿了，两家公司的策略定位几乎没有差异，但是Kmart的销售和管理费用相对于营收的比率，长期以来比沃尔玛高出4%至5%（请参阅第五章）。在一个利润率通常不到4%的产业中，Kmart的成本结构及营运效率处于劣势，缺乏竞争力是必然的。这种竞争力的不足，清楚地反映在Kmart营收及获利长期衰退的趋势中。

想要躲开沃尔玛炮火的零售业同行，必须有独特的定位和活动。例如美国另一家零售商Target便走差异化路线，以女性顾客为强调重点，聚焦在高质量、流行性强的产品上。Target的毛利率比沃尔玛高了将近9%，但是销售和管理费用占营收的比率也比沃尔玛高出7%以上，最后净利率比沃尔玛高不到1%。Target的营收虽然只有沃尔玛的1/7，获利却约为沃尔玛的1/5，于2004年达到19亿美元左右，股东权益报酬率则在16%上下。更难能可贵的是，Target避开与沃尔玛直接竞争的“不可能任务”，从而保持了中长期获利的稳定增长。

至于美国最大的电子通路商Best Buy，则专注于个人电脑周边产品与消费电子软硬件的产品零售。Best Buy的营收只有沃尔玛的1/12，净利率也只有2.2%左右（比沃尔玛的3%更低），但是自1997年以来，Best Buy因为有其利基市场定位，并持续提升管理消费电子产品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

库存的能力，因此营收与获利能持续增长，创造了15%左右的股东权益报酬率。而全美第二大通路商家得宝，则专注于家庭DIY用品的经营，它的净利率在2004年为6.6%，股东权益报酬率更达到20%左右。

以上这些零售业者，不仅能避开沃尔玛的阴影笼罩，更能在自己独特的聚焦点上，建构一套绵密的企业活动网，创造出各自领域的竞争力。不过，具有竞争力的商业模式并非一成不变。举例来说，戴尔的直销模式一直是它经营效率领先群雄的重要原因；相较之下，惠普的通过销售通路的策略（例如经由Best Buy销售），确是成本的一大负担。但是在这个电子消费日益重要的时代，销售通路仍有它的重要价值。苹果电脑的首席执行官乔布斯曾不以为然地批评戴尔的直销策略："我不相信要买液晶电视的消费者会直接上网订购，而不会到店里比较电视的颜色！"在戴尔非常重视的中国市场上，到卖场买电脑还是一般民众较习惯的消费模式，戴尔的直销模式能否在全球"一以贯之"，仍有待进一步观察。相对地，在苹果的直营零售店里，经常挤满了忠实的"苹果迷"，参观苹果公司又酷又炫的新产品，互相交换对新产品或新技术的看法。

不少产业分析师认为，惠普拥有强大的研发能力（每年投入近40亿美元的研发经费），如果能找到创新的经营活动及产品（例如在微软的软件环境下，发展家庭网络系列产品），也可能把销售通路的包袱，转变成自己有力的竞争武器。

>> 企业活动网络与平衡计分卡

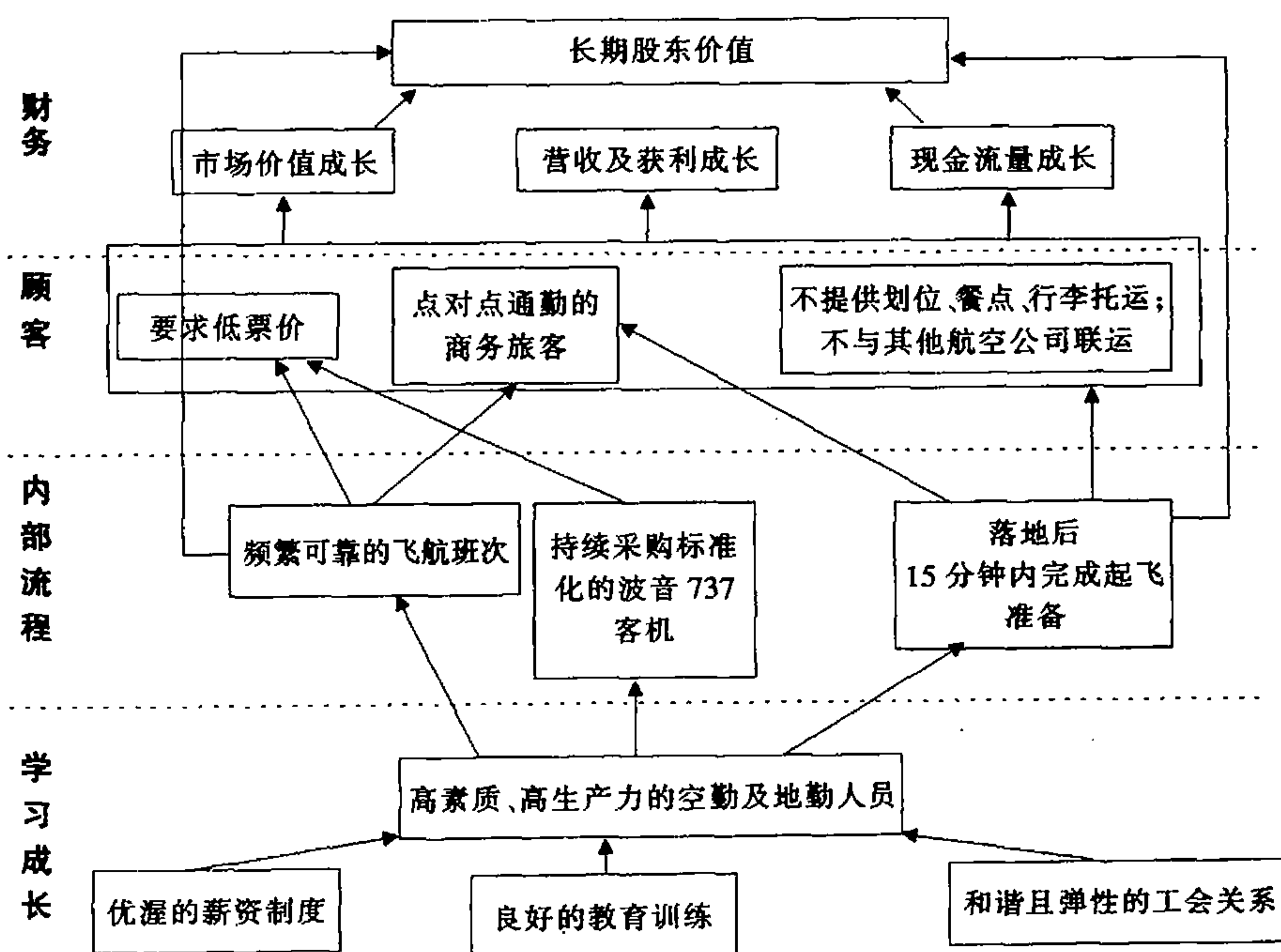
波特教授的企业活动网络概念，其实可以和目前极为盛行的"平衡计分卡"（balanced scorecard）架构接轨。1992年，哈佛大学著名会计学教授卡普兰（Robert Kaplan）与管理顾问诺顿（David Norton）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将“平衡计分卡”的概念发展出来，它也是目前EMBA管理会计的课程之一。卡普兰与诺顿认为，企业活动可以分为“财务”、“顾客”、“内部程序”和“学习成长”四个方面，其中财务绩效是企业经营的成果，通常是滞后指标。财务绩效的先行指标，来自于顾客的满意；而顾客的满意，来自于企业完善的内部作业程序；至于内部作业程序的完善，则来自于卓越的人力资源，特别是员工学习、成长能力的培养。企业如果想追求长期竞争优势与财务绩效，必须在顾客、内部程序及学习成长等方面进行投资，不能急功近利地想得到短期获利。

如果把波特教授描绘的企业活动图（请参阅图12–1）加以转换，就能变成平衡计分卡中所谓的“策略地图”（strategy map，请参阅图12–3）。

图 12–3 策略地图



（资料来源：作者整理）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平衡计分卡和波特的企业活动图一样，强调企业竞争力主要建立在“聚焦”和“联结”这四个字。此处所看到的策略地图，其主要目的是帮助经理人了解一件事：**企业价值的创造，是由学习成长、内部流程、顾客价值、财务成果等四大方面的“活动”，互相紧密联结而成的。**由平衡计分卡的架构，我们可以清楚地看出：财务报表衡量的是财务方面的结果，竞争力的来源则是其他三个方面的“非财务”活动。管理这些活动所需的信息与相关诱因机制，“管理会计学”课程会有进一步的讨论。

>> 追求优质增长要有优先级

2004 年，拉姆·查兰通过《增长力》一书疾呼企业应追求优质增长。所谓的企业优质增长，主要反映在同时且持续地达到营收增长、获利增长、经营活动现金流量的增长。这三者的相对优先级，随着企业的策略定位及发展阶段有所不同。经理人以财务报表进行自我评估或对其他公司的财报进行分析时，必须区分三种不同的优质增长类型。

1. **重视获利增长甚于营收增长**：此类型的代表性公司是沃尔玛。沃尔玛的一贯策略是以降低成本及“每日低价”创造竞争优势。它最重要的经营目标之一，便是追求获利增长率高于营收增长率，如此才能确认成本控制的绩效。

2. **重视营收增长甚于获利增长**：此类型的代表性公司，是目前亟欲改造企业文化的通用电气。通用在充满个人色彩的前任首席执行官韦尔奇（Jack Welch）的领导下，一直是个纪律严谨、以达成获利目标为重心的优质企业。然而，新任首席执行官伊梅尔特（Jeffrey Immelt）却发现，由于过分强调获利，使高阶经理人对开发新事业不够积极、害怕犯错，并倾向于通过改善作业流程、降低成本或利用财

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务操作来达成获利目标。因此，目前伊梅尔特把提高营收增长率（希望由5%提高到8%）的优先性放在达成获利目标之前；而通用高阶经理人绩效评估的最主要指标，也调整为“开创新事业的构想”、“顾客满意度”与“营收增长”，希望借此提高冲刺业务的动能。

3. **重视经营活动现金流量的增长，甚于获利及营收增长**：此类型的代表性公司，为全球个人电脑龙头戴尔。总裁戴尔面对公司1993年的严重亏损时，才警觉到过去一直把注意力摆在利润表的获利数字上，却鲜少讨论现金周转的问题，但是现金周转才是企业能否存活的最终关键。从此以后，他将戴尔经营的优先级改成“现金流量”、“获利性”、“增长”。正如第六章所分析的，2000年以来，戴尔电脑每1美元的获利，平均可创造1.3美元的经营活动现金，成为全世界营运资金管理最有效率的计算机信息公司。

不论是沃尔玛、通用电气，还是戴尔，它们长期都能同时且持续地达到营收增长、获利增长与经营活动现金流量的增长，因此三者都是优质增长的典范。**企业领导者的重要任务之一，便是依公司策略定位及发展阶段，动态地调整营收、获利、现金流量的相对优先级。**

相对地，企业劣质增长的指标有下列常见的两种，它们是经理人与投资人都应极力避免的：

1. 营收增长，但获利不仅没有增长，甚至是负增长。这种情况显示企业在追求增长的过程中失去对成本的控制，甚至陷入“为了增长而增长”的迷思中。

2. 营收及获利增长，但经营活动流入的现金持续萎缩，甚至出现现金净流出。快速增长型的企业如果没有好好控制管理应收账款或存货的增加，往往会陷入这种劣质增长的陷阱，甚至造成财务危机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

>> 十大建议：应用财报增加竞争力

在本书的结尾，笔者总结了十大建议，协助经理人应用财务报表达到“武林称雄”的目的，也协助投资人辨认具有长期竞争力的公司的特质。

1. “你是对是错，并不是建立在别人的认同之上，而是建立在正确的事实上。”

2005 年春天，74 岁的巴菲特接受《财富》专访时，引述这句来自其师（人称“现代投资学之父”的格雷厄姆〔Benjamin Graham〕）的告诫，他认为这句话是他这辈子得到的最棒的忠告。身为一个经理人，你之所以对，是因为财务报表上呈现的事实不断显示你做得对、想得对，而不是因为公司股票的涨或跌（代表投资界同意与否）。短期内股票超涨或超跌的现象十分常见，但是长期下来股价终究会回到“事实”上。著名的基金经理人林奇（Peter Lynch）说得好：“公司市场价值能增长，有三个要素，那就是盈余增长、盈余增长、盈余增长。”当经理人能创造盈余增长的事实时，就不怕得不到别人的认同。太容易屈就于市场的看法，会让经理人失去独立判断力。对于投资人而言，如果只见公司股价持续上涨，却看不到经营“正确的事实”（获利、现金流量等），则可能是有财务弊案的公司。

2. 必须让公司的财务报表尽可能快速地显示“经济实质”，减少“衡量误差”，并拒绝“人为操纵”。

财务报表的会计数字并非完美的沟通工具。首先，它存在着“衡量误差”。由于未来的不确定性，没有人能完全消除坏账准备、保修维修等项目的误差。值得注意的是，发生衡量误差并非都是会计部门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的责任。因此部分公司会要求业务人员，运用面对客户的第一手观察资料，协助会计部门决定合理的坏账费用。这样做不仅是为了减少衡量误差，也加强了企业内部的沟通协调。但是切记，千万不要进行“人为操纵”，它会使经理人迷失在“做账”而非真正解决问题的恶性循环里。务必记住，“公开欺人者，必定也会自欺”。对于投资人，避开有做账嫌疑的公司，则是保护自己的第一要务。

3. 财务报表是问问题的起点，不是问题的答案。

财务报表的数字加总性太高，通常无法直接回答经理人关心的管理问题。然而，当你反复追问“事实是什么？为什么变成这样？”的问题时，你终究会找出解决问题的关键。财务报表无法告诉你该怎么做，经理人才是解开“帕乔利密码”的侦探。此外，不要轻信一般人宣称的“合理”数字。我们看到沃尔玛与戴尔的流动比率都小于1，但这并不代表它们有财务危机，反而显示了它们能够以“负”的营运资金推动企业的卓越竞争力。经理人必须有能力找出一组“合理”的关键财务数字，有效地管理企业。相对地，投资人虽然无法如此深入地分析公司的财务数字，但质疑财报合理性的习惯，绝对是必须具备的自保功夫。

4. 企业像是一个鼎，靠着三只脚（三种管理活动）支撑，任何一只脚折断，鼎就会倾覆。

企业的“三只脚”就是经营活动、投资活动及筹资活动。经理人和投资人必须利用财务报表确认这三种活动的健全平衡，而四大报表之一的现金流量表，就是以这三种活动说明现金流量的来源与去处。就企业的经营而言，短期要看经营活动的顺畅；中长期要看投资活动的眼光；在整个企业运转时，则必须确定筹资活动资金供应的稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 活用财务报表吐露的竞争力密码，建构你的“战情仪表板”。

企业随时处于战斗当中，因此必须利用财务报表建构一套“战情仪表板”。这套仪表板要能“究天人之际”——显示公司与主要竞争对手在市场占有率、营收、获利、现金流量及股东权益报酬率等重要指针的相对位置；也要能“通古今之变”——显示公司与竞争对手过去至今各项关键指标的变化。本书第二篇及第三篇的第十章，比较了沃尔玛与Kmart、戴尔与惠普的各种财务比率，可以作为建构企业“战情仪表板”的参考例子。而投资人则应养成习惯，经常比较投资标的与其竞争对手的相对优劣点。

6. 企业的竞争力主要来自“贯彻力”、“增长力”与“控制力”等三种力量造成的优质增长。

经营活动现金流量的增长，代表企业具有“贯彻力”，因为收回现金是所有商业活动的最后一道考验。没有现金，就没有企业存活的空间。营收增长代表企业具有“增长力”，能不断地在新产品、新顾客、新市场之上攻城略地。营收不能增长、只靠着成本控制挤压出获利的企业，会变得沉闷、没有生机，也会流失优秀的人才。获利增长代表企业具有“控制力”，能在营收增长的同时，控制成本的增加，如此才能确定企业有“增长而不混乱”的本领（grow without chaos，英特尔前总裁格鲁夫名言）。这种“三力汇集”的企业才能创造持续的优质增长，也才是良好的长期投资标的。

7. 除了重视财务报表数字金额的大小，也要重视数字质量的高低。当经理人或投资人面对资产质量的问题时，要能“认赔”、“舍弃”及“重新聚焦”。

金额再高的资产，若质量不佳，可能会迅速地由磐石变成流沙；数目再大的获利，若盈余品质不佳，会使企业的绩效暴起暴落，变成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“一代拳王”。当经理人或投资人面对资产质量不佳或投资标的选择错误时，要克服“认赔难，舍弃更难”的心理障碍（请参阅第一章“心理会计”的讨论），在投资失利中学习“重新聚焦”（例如诺基亚聚焦于无线通讯）。要经理人或投资人“取”比较容易，“舍”就比较困难，但是不舍弃就不能重新聚焦、东山再起。

8. 让财务报表成为培养未来企业领导人的辅助工具。

由斯隆模型来看，企业领导人必须具备五种关键能力（包括形成愿景、分析现况、协调利益、尝试创新及激励赋能，请参阅第二章），这些能力都能通过对财务报表的认识加以锻炼。企业应培养可能成为领导干部的经理人（尤其是没有会计、财务背景者），使其具有通过分析财务资料来判断企业竞争力强弱的能力。

9. 经理人与投资人必须养成阅读“经典企业”年报的习惯。

在学习成长的过程中，经理人往往太过依赖所谓的“管理大师”的企管著作，这些“大师”通常是管理顾问或学者身份。然而，真正的管理大师，其实是创造一个个卓越企业的首席执行官及其经营团队们。这些卓越企业所编制的年报，是这些管理大师“原汁原味”的、坦诚的自我检讨，并不只是例行的法律及公关文件而已。找出你心仪的企业，阅读它们从过去到现在的年报，尤其是面临重要策略转折前后期的讨论。持之以恒地阅读，你会看出财报数字背后更深沉的管理智慧。而投资人若能舍弃只听“明牌”（小道消息）的习惯，多看看好公司的财务报表，自然可以逐渐培养辨识优质企业的能力。

10. 别忘了正派武功的不变心法——财务报表必须实践“课责性”。

一个令人尊敬的企业，是一个能创造“多赢”及“共好”的组织。检验企业实践课责性的最好方法，便是观察公司对待小股东的态

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度。小股东在资本市场中处于财富与信息的弱势，当弱势群体也能公开透明地获得财务信息，被妥善照顾，这个公司实践课责性的努力就毋庸置疑。

财报就像一本故事书，经理人写它，必须聚焦联结，才能写得精彩；投资人读它，必须确认所托得人（经理人），才会读得安心。

参考资料

* Lynch, Peter and John Rothchild, 1989, One up on Wall Street, New York: Simon & Schuster.

* Porter, M. E., 1996, "What Is Strategy?" Harvard Business Review, November–December.

* Niven, Paul R., 2002, Balanced Scorecard Step –by –Step: Maximizing Performance and Maintaining Results, John Wiley & Sons, Inc.

* Niven, Paul R., 2005, Balanced Scorecard Diagnostics: Maintaining Maximum Performance, John Wiley & Sons, Inc.

* 瑞姆·夏蓝（Ram Charan），2004，《成长力》（Profitable Growth is Everyone's Business）。台北：天下文化。

（中文简体版：拉姆·查兰，《增长力：持续赢利，人人有责》，电子工业出版社，2004）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后 记

乍看之下，我所撰写的《财报就像一本故事书》主要是给企业高阶经理人的进修读物。但内心深处，我由衷地希望这本书，能帮助大学部同学学好会计。先和大家分享一个小故事。

1978 年，我进入台湾大学经济系就读，当时最让我头痛的就是大一的《初等会计》（又叫作《财务会计》)。我期中考的成绩在及格边缘，但期末考成绩却是突飞猛进，最后“初会”总算是有尊严地过关。我后来成绩突飞猛进的原因有点另类——这么枯燥无趣的课程，我绝对受不了再重修一次。当时，我发誓大学未来几年中，绝对不再选修任何会计课程，而我也真的做到了。我常和同学们开玩笑，你可以不喜欢会计，但千万不能乱发誓，否则“会计魔咒”发威，你的下场可能和我一样，要一辈子教会计！

现在再回想当年的“初会”课程，担任授课的是一位认真的好老师，采用的是一本好的原文教科书，但为什么我会学得这么辛苦？主要有几个原因：

——自己对商业完全没有概念，却立刻要进入会计学记账的繁琐细节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——教科书的内容及释例生硬枯燥，不能激发学习兴趣。

——对会计学（或财务报表）与个人学习成长的重要性完全没有了解。

我希望当年学会计的痛苦经验，在同学们身上不要再重演。因此希望《财报就像一本故事书》能够做到：

——对企业经营的全貌，提供一个很快的导读，让同学们在最短时间内，能够又见林又见树。

——提供丰富有趣的商业竞争案例，以及取材自文学、电影、历史中和财务报表有关的精彩故事。我希望先激发同学们的学习兴趣，再进入会计学比较技术性的分析。

——由财务报表出发，深入浅出地讨论企业高阶经理人的“武功”修炼之道，希望能协助同学们在未来职场上能顺利地发展、成功。

《财报就像一本故事书》汇总了过去10年以来，我在台湾大学有关初会及财报分析课程教学的心得。我的目标很简单——帮助同学在快乐的学习过程中提升个人的竞争力。我竭尽全力准备了一桌有12道菜肴（全书共12章）的盛宴，我热切地邀请同学们来试吃、品尝，并且分享学习心得。

刘顺仁

2007年3月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



财报就像一本故事书

活用四大报表，锻炼“五大神功”

把策略与竞争力的观念数量化，并利用财务报表生动地比较竞争对手的强弱，这与我目前在哈佛商学院教学的重点不谋而合。我认为这种整合策略与会计观点的分析，对经理人非常有用，而采用这种写法的书籍，连美国也找不到，把它呈现给中国的读者吧！

——哈佛大学教授、管理大师　迈克尔·波特

本人在中国大陆和台湾地区以及美国从事会计师及管理顾问工作二十多年，发现这是一本结合财务及企业竞争力的好书，也是一本轻松易懂的故事书，无论您是企业经理人、投资人、学生或会计专业人士，这都是一本值得一读的好书。

——德勤华永会计师事务所北方区主管　颜漏有

在中国大陆的股市，不读财报的投资者是大多数，不读财报而持续盈利的投资者则肯定是少，其实，枯燥的财报一定是悲欢离合的财富故事的起点。读不下财报，可以先读一下刘先生的这本书，像读故事一样读财报。

——《证券市场周刊》主编　方泉

本书将财报与竞争力联结，这在会计学的教学及研究都是崭新且重要的观点。作者重新诠释部分传统的财务比率，并赋予它们“竞争力”的含义。在当前无时、无处不竞争的经济社会中，这些讨论发人深省。

——台湾大学管理学院教授　柯承恩

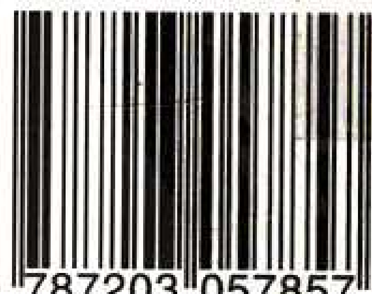
本书结合会计理论、财务报表及优质企业的个案分析，借以检视企业的体质与竞争力，实为企业经理人及经营者必读的好书。

——冠德建设董事长　马玉山

刘教授运用自身专业与丰富学养所撰写的《财报就像一本故事书》，非常令人震撼，让会计学界及业界耳目一新，值得一读再读！

——资诚会计师事务所所长　赖春田

责任编辑：武　静
特约编辑：魏　玲　王海娜　张庆丽
策　　划：時報文化
封面设计：思想工社


ISBN 978-7-203-05785-7
9 787203 057857 >
定价：28.00元